WILEY FINANCE

Investment Banking

Evaluare, cumpărări cu efect de levier și fuziuni și achiziții

JOSHUA ROSENBAUM
PERLA IOSUA
PREFAȚĂ DE JOSEPH R. PERELLA

Investiții bancare

Fondată în 1807, John Wiley & Sons este cea mai veche companie de editură independentă din Statele Unite. Cu birouri în America de Nord, Europa, Australia și Asia, Wiley se angajează la nivel global să dezvolte și să comercializeze produse și servicii tipărite și electronice pentru cunoștințele și înțelegerea profesională și personală ale clienților noștri.

Seria Wiley Finance conține cărți scrise special pentru profesioniști în finanțe și investiții, precum și pentru investitori individuali sofisticați și pentru consilierii lor financiari. Subiectele cărților variază de la gestionarea portofoliului la comerțul electronic, managementul riscurilor, inginerie financiară, evaluare și analiza instrumentelor financiare , precum și multe altele.

Pentru o listă a titlurilor disponibile, vă rugăm să vizitați site-ul nostru Web la www.WileyFinance.com .

Investiții bancare

Evaluare, cumpărări cu efect de levier și fuziuni și achiziții

JOSHUA ROSENBAUM
PERLA IOSUA



John Wiley & Sons, Inc.

Publicat de John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
Publicat simultan în Canada.

Pentru informații generale despre celelalte produse și servicii ale noastre sau pentru asistență tehnică, vă rugăm să contactați Departamentul nostru de asistență pentru clienți din Statele Unite la (800) 762-2974, în afara Statelor Unite la (317) 572-3993 sau fax (317) 572-4002.

De asemenea, Wiley își publică cărțile într-o varietate de formate electronice. Este posibil ca unele conținuturi care apar în format tipărit să nu fie disponibile în cărțile electronice. Pentru mai multe informații despre produsele Wiley, vizitați site-ul nostru web la www.wiley.com.

Date de catalogare în publicație ale Bibliotecii Congresului:

Rosenbaum, Joshua, 1971–
Investment banking: evaluare, cumpărări cu efect de levier și fuziuni și achiziții / Joshua Rosenbaum, Joshua Pearl.
CHAPTER 1 cm. — (seria financiară Wiley)
Include referințe bibliografice și index.
ISBN 978-0-470-44220-3 (pânză)
1. Investiții bancare. 2. Evaluare. 3. Cumpărări cu efect de levier. 4. Consolidarea și fuziunea corporațiilor. I. Pearl, Iosua, 1981– II. Titlu.
HG4534.R67 2009
332,6'6068—dc22
2008049819

Tipărit în Statele Unite ale Americii.

10987654321

Soției mele, Margo, pentru dragostea și sprijinul ei neclintit.

— JR

În amintirea bunicului meu, Joseph Pearl, un supraviețuitor al Holocaustului, pentru inspirația sa de a persevera și de a reuși.

— JP

Cuprins

Despre autori xiii

Cuvânt înainte xv

Mulțumiri xvii

Materiale suplimentare xxi

INTRODUCERE 1
Structura cărții 2
Prima parte: Evaluare (Capitolele 1–3) 3
Partea a doua: Cumpărări cu efect de levier (Capitolele 4 și 5) 5
Partea a treia: Fuziuni și achiziții (Capitolul 6) 6
Informații financiare rezumate ValueCo 6

PARTEA ÎNTÂI
Evaluare

CHAPTER 2
Analiza companiilor comparabile 11
Rezumatul etapelor analizei companiilor comparabile 12
Pasul I. Selectați universul companiilor comparabile 15
Studiați ținta 15
Identificați caracteristicile cheie ale țintei pentru comparație
Scopuri 16
Ecran pentru companii comparabile 20
Pasul II. Găsiți informațiile financiare necesare 21
Depuneri SEC: 10-K, 10-Q, 8-K și declarații de procură 21
Cercetarea capitalurilor proprii 23
Comunicate de presă și știri 24
Servicii de informare financiară 24
Rezumatul datelor financiare Surse primare 24
Pasul III. Distribuiți statistici cheie, rapoarte și multipli de tranzacționare 25
Calcularea statisticilor financiare cheie și a rapoartelor 27
Concepte și calcule financiare suplimentare 39
Calcularea multiplilor cheie de tranzacționare 44
Pasul IV. Evaluarea comparativă a companiilor comparabile 48
Comparați statisticile și rapoartele financiare 48
Evaluați multiplii de tranzacționare 48
Pasul V. Determinați evaluarea 49
Evaluare implicată de EV/EBITDA 50

Evaluare implicată de P/E 50
Principalele avantaje și dezavantaje 52
Analiză ilustrativă a companiilor comparabile pentru ValueCo 53
Pasul I. Selectați universul companiilor comparabile 53
Pasul II. Găsiți informațiile financiare necesare 54
Pasul III. Distribuiți statistici cheie, rapoarte și multipli de tranzacționare 55
Pasul IV. Evaluarea comparativă a companiilor comparabile 65
Pasul V. Determinați evaluarea 69

CHAPTER 3
Analiza tranzacțiilor precedente 71
Rezumatul etapelor analizei tranzacțiilor precedente 72
Pasul I. Selectați universul achizițiilor comparabile 75
Ecran pentru achiziții comparabile 75
Examinați alte considerații 75
Pasul II. Găsiți informațiile financiare și legate de tranzacție necesare 77
Ținte publice 78
Ținte private 80
Rezumatul depunerilor SEC primare în tranzacțiile de fuziuni și achiziții 81
Pasul III. Răspândiți statistici cheie, rapoarte și multipli de tranzacție 81
Calcularea statisticilor financiare cheie și a rapoartelor 81
Calcularea multiplilor tranzacțiilor cheie 89
Pasul IV. Evaluarea comparativă a achizițiilor comparabile 92
Pasul V. Determinați evaluarea 93
Principalele avantaje și dezavantaje 94
Analiza ilustrativă a tranzacțiilor precedente pentru ValueCo 95
Pasul I. Selectați universul achizițiilor comparabile 95
Pasul II. Găsiți informațiile financiare și legate de tranzacție necesare 95
Pasul III. Răspândiți statistici cheie, rapoarte și multipli de tranzacție 98
Pasul IV. Evaluarea comparativă a achizițiilor comparabile 105
Pasul V. Determinați evaluarea 106

CHAPTER 4
Analiza fluxului de numerar redus 109
Rezumatul etapelor analizei fluxului de numerar actualizat 110
Pasul I. Studiați ținta și determinați factorii cheie de performanță 114
Studiați ținta 114
Determinați factorii cheie de performanță 114
Pasul II. Fluxul de numerar liber al proiectului 115
Considerații pentru proiectarea fluxului de numerar liber 115
Proiecția vânzărilor, EBITDA și EBIT 116
Proiecția fluxului de numerar liber 118
Pasul III. Calculați costul mediu ponderat al capitalului 124
Pasul III(a): Determinați structura capitalului țintă 125
Pasul III(b): Costul estimat al datoriei (r_d) 126
Pasul III(c): Estimarea costului capitalului propriu (r_e) 127
Pasul III(d): Calculați WACC 131

Pasul IV. Determinați valoarea terminalului 131
Ieșiți din metoda multiplă 132
Metoda de creștere perpetuă 132
Pasul V. Calculați valoarea actuală și determinați evaluarea 134
Calculați valoarea actuală 134
Determinați evaluarea 135
Efectuați analiza de sensibilitate 137
Principalele avantaje și dezavantaje 139
Analiză ilustrativă a fluxului de numerar actualizat pentru ValueCo 140
Pasul I. Studiați ținta și determinați factorii cheie de performanță 140
Pasul II. Fluxul de numerar gratuit al proiectului 140
Pasul III. Calculați costul mediu ponderat al capitalului 146
Pasul IV. Determinați valoarea terminalului 151
Pasul V. Calculați valoarea actuală și determinați evaluarea 153

PARTEA A DOUA
Cumpărări cu efect de levier

CHAPTER 5
Cumpărări cu efect de levier 161
Participanții cheie 163
Sponsorii financiari 163
Băncile de investiții 164
Creditori bănci și instituționali 165
Investitori în obligațiuni 166
Managementul țintei 167
Caracteristicile unui candidat puternic LBO 168
Generație puternică de flux de numerar 169
Poziții de lider și apărabile pe piață 169
Oportunități de creștere 169
Oportunități de îmbunătățire a eficienței 170
Cerințe scăzute de capital 170
Baza puternică de active 171
Echipa de management dovedită 171
Economia LBO-urilor 171
Analiza randamentelor – Rata internă de rentabilitate 171
Analiza returnărilor – Returnarea numerarului 172
Cum LBO-urile generează profituri 173
Cum este utilizat efectul de levier pentru a spori randamentul 174
Strategii primare de ieșire/monetizare 176
Vânzarea afacerii 177
Ofertă publică inițială 177
Recapitalizarea dividendelor 177
Finanțare LBO: Structura 178
Finanțare LBO: surse primare 180
Datoria bancara 180
Obligațiuni cu randament ridicat 184
Datoria la mezanin 186
Contribuție la capitaluri proprii 187
Finanțare LBO: Termeni cheie selectați 188
Securitatea 188
Vechime 189

Maturitate 190
Cupon 190
Protecție apel 191
Legăminte 192

CHAPTER 6
Analiza LBO 195
Structura de finanțare 195
Evaluare 195
Pasul I. Localizați și analizați informațiile necesare 198
Pasul II. Construiește modelul pre-LBO 198
Pasul II(a): Construiți Declarația de venit istorică și proiectată prin EBIT 199
Pasul II(b): Introduceți elementele bilanțului de deschidere și bilanțul proiectului 201
Pasul II(c): Construirea situației fluxului de numerar prin activități de investiții 203
Pasul III. Structura tranzacției de intrare 206
Pasul III(a): Introduceți ipotezele prețului de achiziție 206
Pasul III(b): Introducerea structurii de finanțare în surse și utilizări 208
Pasul III(c): Conectați sursele și utilizările la bilanț Coloanele de ajustări 209
Pasul IV. Finalizați modelul post-LBO 215
Pasul IV(a): Construiți Programul de datorii 215
Pasul IV(b): Completați declarația de venit pro forma de la EBIT la venitul net 222
Pasul IV(c): Completați Bilanțul Pro Forma 224
Pasul IV(d): Completați Situația Fluxului de Trezorerie Pro Forma 226
Pasul V. Efectuați analiza LBO 230
Pasul V(a): Analizați structura de finanțare 230
Pasul V(b): Efectuați analiza returnărilor 232
Pasul V(c): Determinați evaluarea 235
Pasul V(d): Creați pagina Rezumatul tranzacției 236
Analiză LBO ilustrativă pentru ValueCo 238
Rezumatul tranzacției 238
Declarația de venit 238
Bilanțul 238
Situația fluxului de numerar 238
Programul de datorii 238
Analiza returnărilor 238
Ipoteze Pagina 1—Contul de profit și situația fluxului de numerar 238
Ipoteze Pagina 2 — Bilanțul 238
Ipoteze Pagina 3 — Structuri de finanțare și comisioane 238

PARTEA A TREIA
Fuziuni și achiziții

CHAPTER 7
Procesul de vânzare de fuziuni și achiziții 251
Licitațiile 252
Structura licitației 255
Organizare și pregătire 257
Identificați obiectivele vânzătorului și determinați procesul de vânzare adecvat 257

Efectuați Due Diligence și Preliminare a consilierului de vânzare
Analiza de evaluare 257
Selectați Buyer Universe 258
Pregătiți materiale de marketing 259
Pregătiți acordul de confidențialitate 261
Prima rundă 262
Contactați potențialii cumpărători 262
Negociați și executați acordul de confidențialitate cu
Părțile interesate 263
Distribuiți Memorandumul de informații confidențiale și
263 privind procedurile de licitație inițială
Pregătiți prezentarea managementului 264
Configurați camera de date 264
Pregătiți pachetul de finanțare cu capsare 265
Primiți oferte inițiale și selectați cumpărători pentru a trece la a doua rundă 267
Runda a doua 270
Efectuați prezentări de management 271
Facilitarea vizitelor la fața locului 271
Furnizați acces la camera de date 271
Distribuiți scrisoarea privind procedurile finale de licitație și proiectul definitiv
Acordul 272
Primiți oferte finale 276
Negocieri 276
Evaluați ofertele finale 277
Negociați cu cumpărătorii preferați 277
Selectați ofertantul câștigător 277
Redați avizul de corectitudine 277
Primiți aprobarea Consiliului și executați acordul definitiv 278
Închidere 278
Obțineți aprobările necesare 278
Finanțare și închidere 280
Vanzare negociata 281

Bibliografie și lectură recomandată 283

Index 289

Despre autori



JOSHUA ROSENBAUM este director executiv la UBS Investment Bank din Global Industrial Group. El oferă consultanță, structurează și inițiază tranzacții de fuziuni și achiziții, finanțare corporativă și piețe de capital. Anterior, a lucrat la International Finance Corporation, divizia de investiții directe a Băncii Mondiale. El a primit AB de la Harvard și MBA cu premii Baker Scholar de la Harvard Business School. Rosenbaum este coautorul studiului de caz HBS „OAO YUKOS Oil Company”.



JOSHUA PEARL a structurat și executat numeroase - împrumuturi cu efect de levier și finanțări de obligațiuni cu randament ridicat, precum și LBO și restructurari, pentru grupul de finanțare cu efect de levier al Deutsche Bank. Anterior, a lucrat la AG Edwards în divizia Investment Banking. De asemenea, Pearl a conceput și predat cursuri de formare în domeniul finanțelor corporative. El a primit licența în afaceri de la Kelley School of Business de la Universitatea din Indiana.

CONTACTATI AUTORII

Vă rugăm să nu ezitați să contactați Joshua Rosenbaum și Joshua Pearl pentru orice întrebări, comentarii sau sugestii pentru edițiile viitoare la **josh@investmentbankingbook.com** .

Cuvânt înainte

Mark Twain, cunoscut de multă vreme pentru opiniile sale critice despre educația formală, a remarcat odată cu înțelepciune: „Nu am lăsat niciodată școala mea să interfereze cu educația mea”.

Unică linie a lui Twain lovește în centrul activității bancare de investiții, unde tranzacțiile trebuie trăite înainte de a obține cunoștințele și înțelegerea adecvate. Timp greu trebuie petrecut făcând tranzacții, cu complexități în evaluare, termeni și negocieri unice pentru fiecare situație. Firmele cu adevărat mari și dealmakers au devenit așa prin dezvoltarea unor culturi de ucenicie care transferă cunoștințele și creativitatea de la o generație la alta. Sarcina de a preda aspiranții bancheri de investiții și profesioniști în finanțe a fost complicată și mai mult de natura consumatoare a comerțului, precum și de arta și știința în continuă evoluție.

Prin urmare, pentru mine personal, este incitant să-i văd pe Joshua Rosenbaum și Joshua Pearl preia conducerea în formarea unei noi generații de bancheri de investiții. Munca lor în documentarea procesului de evaluare și tranzacție într-un mod accesibil este o contribuție deosebit de importantă, deoarece multe aspecte ale activității bancare de investiții nu pot fi predate, chiar și în cele mai mari universități și școli de afaceri din lume. Rosenbaum și Pearl oferă bancherilor de investiții aspiranți – și chiar celor mai experimentați – o educație unică în lumea reală în sala de clasă mai puțin formală din Wall Street, unde tranzacțiile se reunesc în timp real.

Școala loviturilor dure și a învățării prin practică, care a fost sala de clasă a lui Twain, cere disciplină puternică și perspicacitate solidă în elementele fundamentale ale evaluării. Este necesară aplicarea acestor tehnici pentru a îmbunătăți calitatea tranzacțiilor pentru toate părțile, astfel încât cei care fac tranzacții să poată evita greșelile critice și costisitoare, precum și riscurile inutile. Cei 35 de ani de educație pe Wall Street au demonstrat în mod clar că evaluarea se află în centrul investițiilor bancare. Orice bancher care se merită să aibă capacitatea de a evalua în mod corespunzător o afacere într-o manieră structurată și defensabilă. Această logică și rațiune trebuie să inspire atât clienții, cât și contrapărțile, stimulând în același timp impulsul strategic și înțelegerea artei de a face tranzacția.

Rosenbaum și Pearl reușesc să ofere o abordare sistematică pentru a aborda o problemă critică în orice F&A, IPO sau situație de investiție - și anume, cât valorează o afacere sau o tranzacție. De asemenea, au prezentat cadrul pentru a ajuta la abordarea unor întrebări mai nuanțate, cum ar fi cât să plătiți pentru afacere și cum să finalizați afacerea. Din cauza lipsei unui material de referință scris cuprinzător privind evaluarea, elementele fundamentale și subtilitatea tranzacției sunt adesea transmise oral de la bancher la bancher, de la caz la caz. În codificarea artei și științei activităților bancare de investiții, autorii transformă această istorie orală într-un cadru accesibil, punând legătura dintre teoretic și practic, cu abordări ușor de utilizat, pas cu pas, pentru realizarea metodologiilor primare de evaluare.

Mulți bancheri experimentați de investiții deplâng în mod obișnuit absența materialelor relevante și practice „cum să” pentru noii veniți în domeniu. Realitatea este că cele mai multe textele financiare despre evaluare și fuziuni și achiziții sunt scrise de cadre universitare. Puținele

cărți scrise de practicanți tind să se concentreze asupra poveștilor dramatice de război și a imbecilităților, mai degrabă decât pe baza tehnicilor folosite pentru a obține tranzacții. Rosenbaum și Pearl umplu acest gol până acum pentru bancheri de investiții și profesioniști în finanțe practicanți și aspiranți. Cartea lor este concepută pentru a se dovedi suficient de accesibilă unui public larg, inclusiv celor cu un background financiar limitat.

Este adevărat că trăim vremuri incerte și volatile – vremuri care au distrus sau consumat mai mult decât câteva dintre cele mai legendare instituții de pe Wall Street. Cu toate acestea, un lucru va rămâne o constantă pe termen lung - nevoia de profesioniști în domeniul finanțelor calificați, cu o expertiză tehnică puternică. Companiile vor solicita întotdeauna consiliere de la profesioniști cu experiență și independenți pentru a analiza, structura, negocia și încheia tranzacții pe măsură ce navighează pe piață și profită de oportunitățile de creare de valoare. Rosenbaum și Pearl promulgă revenirea la fundamentele due diligence și utilizarea unor ipoteze realiste bine fundamentate care guvernează creșterea, profitabilitatea și abordarea riscului. Munca lor de a insufla abilitățile și mentalitatea adecvate generațiilor care aspiră de profesioniști din Wall Street vor ajuta la stabilirea unei baze solide pentru a conduce un viitor economic mai luminos.

JOSEPH R. PERELLA
Președinte și CEO, Perella Weinberg Partners

Mulțumiri

W Suntem profund îndatorați numeroșilor colegi și colegi care au oferit îndrumări valoroase, contribuții și muncă asiduă pentru a face posibilă această carte.

Cartea noastră nu ar fi putut fi finalizată fără sfatul înțelept și entuziasmul lui **Steve Momper** , director al Darden Business Publishing la Universitatea din Virginia. Steve a crezut în cartea noastră de la început și a sprijinit-o pe tot parcursul procesului. Cel mai important, el ne-a prezentat editorului nostru, John Wiley & Sons, Inc.

Mulțumiri speciale lui **Ryan Drook** , **Joseph Meisner, Michael Lanzarone** , **Joseph Bress** , **Benjamin Hochberg, James Paris** și **Peter M. Goodson** pentru contribuțiile lor editoriale perspicace. În calitate de profesioniști de top în domeniul investițiilor bancare și al private equity, expertiza și îndrumările lor practice s-au dovedit neprețuite. Mulțumiri lui **Eric Leicht** , **Greg Pryor** , **Steven Sherman, Mark Gordon, Jennifer DiNucci** și **Ante Vucic** pentru munca lor exhaustivă de asistență cu nuanțele juridice ale cărții noastre. În calitate de parteneri la cele mai importante firme de avocatură corporative din țară, supravegherea lor a contribuit la asigurarea acurateței și actualității conținutului.

Dorim să mulțumim echipei remarcabile de la Wiley. **Bill Falloon** , editorul nostru de achiziții, a fost întotdeauna accesibil și un profesionist desăvârșit. El nu a slăbit niciodată în viziunea și sprijinul său și a oferit o conducere puternică pe parcursul întregului proces. **Joan O'Neil** , editorul nostru, ne-a impresionat capacitățile francizei Wiley și a susținut cartea noastră atât pe plan intern, cât și pe plan extern. **Alla Spivak** , coordonatorul nostru de marketing, ne-a ajutat să ne realizăm viziunea prin creativitatea și previziunea ei. **Meg Freeborn, Mary Daniello** și **Brigitte Coulton** (de la Aptara), echipa noastră de producție, au facilitat un proces editorial fără probleme. **Skyler Balbus** , editorul nostru asociat, a lucrat cu sârguință pentru a se asigura că toate detaliile auxiliare au fost abordate.

De asemenea, vrem să exprimăm recunoștință incomensurabilă familiilor și prietenilor noștri pentru încurajarea, sprijinul și sacrificiul lor în weekendurile și vacanțele care le-ar fi fost de obicei dedicate.

Această carte nu ar fi putut fi finalizată fără eforturile și recenziile următoarelor persoane:

Mark Adler, *Piper Jaffray*

Kenneth Ahern, *Universitatea din Michigan, Ross School of Business*

Marc Auerbach, *Comentariu și date Standard & Poor's/Leveraged*

Carliss Baldwin, *Harvard Business School*

Kyle Barker, *Banca de investiții UBS*

Ronnie Barnes, *Royal Bank of Scotland*

Joshua Becker, *Stockwell Capital*

Joseph Bress, *Grupul Carlyle*

Thomas Cole, *HSBC Securities*

Aswath Damodaran, *Universitatea din New York, Stern School of Business*

Thomas Davidoff, *Universitatea din California Berkeley, Haas School of Business*

Victor Delaglio, *Deutsche Bank*

Jennifer Fonner DiNucci, *Cooley Godward Kronish LLP*

Wojciech Domanski, *Parteneri MidOcean*

Ryan Drook, *Deutsche Bank*

Chris Falk, *Universitatea de Stat din Florida – Orașul Panama*

Heiko Freitag, *GSO Capital Partners*

Mark Funk, *EVP și CFO, Mobile Mini, Inc.*

Andrew Gladston, *Banca de investiții UBS*

Peter D. Goodson, *Universitatea din California Berkeley, Haas School of Business și Columbia Business School*

Peter M. Goodson, *Fortress Investment Group*

Mark Gordon, *Wachtell, Lipton, Rosen și Katz*

Gary Gray, *Universitatea de Stat din Pennsylvania, Smeal School of Business*

David Haeberle, *Universitatea Indiana, Kelley School of Business*

John Haynor, *Banca de investiții UBS*

Milwood Hobbs, *Goldman Sachs*

Benjamin Hochberg, *Lee Equity Partners, LLC*

Alec Hufnagel, *Kelso & Company*

Jon Hugo, *Deutsche Bank*

Roger Ibbotson, *Yale School of Management*

Cedric Jarrett, *Deutsche Bank*

John Joliet, *Banca de Investiții UBS*

Tamir Kaloti, *Deutsche Bank*

Michael Kamras, *Credit Suisse*

Kenneth Kim, *Universitatea de Stat din New York din Buffalo, Scoala de Management*

Eric Klar, *MNC Partners, LLC*

Kenneth Kloner, *Banca de investiții UBS*

Philip Konnikov, *Banca de investiții UBS*

Alex Lajoux, *Asociația Națională a Directorilor Corporativi, Coautor al Serii „Arta M&A".*

Ian Lampl

Michael Lanzarone, CFA, *Barclays Capital*

Eu-Han Lee, *Indus Capital Advisors (HK) Ltd.*

Franky Lee, *Deutsche Bank*

Eric Leicht, *White & Case LLP*

Jay Lurie, *Macquarie Capital*

David Mayhew, *Deutsche Bank*

Coley McMenamin, *Banc of America Securities*

Joseph Meisner, *Banca de investiții UBS*
Steve Momper, *Universitatea din Virginia, Darden Business Publishing*
Kirk Murphy, *Benchmark Capital*
Joshua Neren
Paul Pai, *Deutsche Bank*
James Paris
Dan Park, *Deutsche Bank*
Gregory Pryor, *White & Case LLP*
David Ross, *Deutsche Bank*
Ashish Rughwani, *Dominus Capital*
David Sanford, *Banca de investiții UBS*
Arnold Schneider, *Georgia Tech College of Management*
Mustafa Singaporewalla
Steven Sherman, *Shearman & Sterling LLP*
Andrew Shogan
Emma Smith, *Deutsche Bank*
David Spalding, *Colegiul Dartmouth*
Andrew Steinerman, *JP Morgan*
Matthew Thomson
Robb Tretter, *Bracewell & Giuliani LLP*
John Tripodoro, *Cahill Gordon & Reindel LLP*
Ante Vucic, *Wachtell, Lipton, Rosen & Katz*
Jack Whalen, *Kensico Capital*

Materiale suplimentare

MODELE DE EVALUARE

Șabloanele model (și versiunile completate) pentru metodologiile de evaluare discutate în această carte sunt disponibile în format Microsoft Excel la **www.wiley .com/go/investmentbanking** —parola:wiley09. Acestea vor fi actualizate pentru noi standarde de contabilitate, după caz. Modelele finalizate se potrivesc cu paginile de intrare și de ieșire pentru metodologiile de evaluare respective. Numele companiilor și datele financiare din modele sunt complet ilustrative. Site-ul web conține următoarele fișiere:

Model Templates

- Companii comparabile_Șablon.xls
- Precedent Transactions_Template.xls
- DCF Analysis_Template.xls
- LBO Analysis_Template.xls

Modele finalizate

- Companii comparabile_Completed.xls
- Tranzacții precedente_Completed.xls
- DCF Analysis_Completed.xls
- Analiză LBO_Terminată.xls

Notă: Când deschideți modelele în Microsoft Excel, asigurați-vă că efectuați următoarea procedură: în bara de instrumente principală, selectați Instrumente , selectați Opțiuni , selectați fila „Calcul”, selectați Manual , selectați Iterație și setați „Erații maxime : ” la 1000 (vezi și Capitolul 3, Anexa 3.30). Șabloanele model de pe site-ul web sunt formatate cu umbrire galbenă și font albastru pentru a indica celulele de introducere manuală. Fontul negru indică celulele formulei. În text, totuși, umbrirea gri este folosită pentru a indica celulele de introducere

manuală, acolo unde este posibil. Pentru Capitolul 5: Analiza LBO, vă rugăm să faceți referire la versiunea electronică pentru a vizualiza celulele de introducere manuală și formule.

INSTRUCTOR SIDURILE DIDACTICE

Pentru a însoți capitolele, am inclus o bancă de teste de peste 300 de întrebări și răspunsuri pentru clasă și alte uzuri didactice. Banca de testare poate fi accesată de instructori în format Microsoft Word la **www.wiley.com/go/investmentbanking** . Banca de teste este disponibilă și în format interactiv pentru a facilita testarea online. Site-ul web include următoarele fișiere:

- Capitolul 1-Analiza companiilor comparabile_Întrebări și răspunsuri.doc
- Capitolul 2_Analiza tranzacțiilor precedente_Întrebări și răspunsuri.doc
- Capitolul 3-Analiza fluxului de numerar redus_Întrebări și răspunsuri.doc
- Capitolul 4_Leveraged Buyouts_Întrebări și răspunsuri.doc
- Capitolul 5-Leveraged Buyout Analysis_Întrebări și răspunsuri.doc
- Capitolul 6_Procesul de vânzare M&A_Întrebări și răspunsuri.doc

Investiții bancare

Introducere

eu În lumea finanțelor în continuă evoluție, o bază tehnică solidă este un instrument esențial pentru succes. Datorită naturii rapide a acestei lumi, însă, nimeni nu a putut să-și facă timp pentru a codifica în mod corespunzător sânul vital al muncii finanțatorului corporativ – și anume, evaluarea. Am răspuns acestei nevoi scriind cartea care ne-am fi dorit să existe când încercam să pătrundem în Wall Street. *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions* este o carte foarte accesibilă și cu autoritate scrisă de bancherii de investiții, care explică cum să efectuați activitatea de evaluare în centrul lumii financiare. Această carte umple un gol vizibil în literatura financiară contemporană, care tinde să se concentreze mai degrabă pe teorie decât pe aplicarea practică.

În urma crizei creditelor ipotecare subprime și a crizei creditului care a urmat, lumea finanțelor revine la elementele fundamentale ale evaluării și verificării critice pentru fuziuni și achiziții (M&A), piețele de capital și oportunitățile de investiții . Aceasta implică utilizarea unor ipoteze mai realiste care guvernează abordarea riscului, precum și o gamă largă de factori de evaluare, cum ar fi performanța financiară așteptată, ratele de actualizare, multiplii, nivelurile de levier și condițiile de finanțare. În timp ce evaluarea a implicat întotdeauna o mare cantitate de „artă" în plus față de „știința" testată în timp, arta evoluează permanent în conformitate cu evoluțiile și condițiile pieței. În acest sens, cartea noastră este deosebit de actuală – pe lângă detalierea fundamentelor tehnice din spatele evaluării, infuzăm abilități practice de judecată și perspectivă pentru a ajuta la ghidarea științei.

Geneza acestei cărți a pornit din experiențele noastre personale ca studenți care căutau să pătrundă în Wall Street. Pe măsură ce am trecut amândoi în mod independent prin procesul riguros de interviu pentru posturi de asociat și analist la băncile de investiții și alte firme financiare, ne-am dat seama că experiența noastră de clasă a fost un pas îndepărtat de modul în care evaluarea și analiza financiară sunt efectuate în situații reale. Acest lucru a fost evident în special în timpul porțiunii tehnice a interviurilor, care este adesea diferențierea pentru recrutori care încearcă să selecteze dintre zeci de candidați calificați.

În fața acestei realități, am căutat în zadar un ghid practic despre metodologiile primare de evaluare utilizate pe Wall Street. Cu pierdere, am recurs la compilarea fragmentelor din diverse surse și conversații ad-hoc cu prietenii și contactele care lucrează deja în domeniul bancar de investiții. Inutil să spun că nu ne-am simțit atât de pregătiți pe cât ne-am fi dorit. Deși am fost destul de norocoși să obținem oferte de muncă, procesul ne-a lăsat o impresie profundă. De fapt, am continuat să perfecționăm materialele pregătitoare cuprinzătoare pe care le-am creat ca studenți, care au servit drept fundație pentru această carte.

Odată ajuns pe Wall Street, amândoi am urmat o pregătire obligatorie constând în cursuri intensive de finanțe și contabilitate, care urmărea să ne învețe setul de abilități.
necesare pentru a deveni bancheri de investiții eficienți. Cu toate acestea, la câteva luni de la locul de muncă, chiar și limitările acestei pregătiri au fost dezvăluite. Situațiile reale ale clienților și complexitatea tranzacțiilor, combinate cu condițiile pieței în evoluție, liniile directoare contabile și tehnologiile ne-au extins baza de cunoștințe și abilitățile. În aceste situații, am fost forțați să ne consultăm cu colegii seniori pentru îndrumare, dar de multe ori cerințele postului nu au lăsat pe nimeni accesibil în timp util. Având în vedere aceste realități, este dificil să

exagerăm cât de util ar fi fost un manual de încredere bazat pe ani de „cele mai bune practici” și experiență în tranzacții.

În consecință, credem că această carte se va dovedi neprețuită acelor indivizi care caută sau încep cariere pe Wall Street - de la studenți de la universități și școli postuniversitare până la „modificatorii de carieră” care doresc să pătrundă în finanțe. Pentru profesioniștii care lucrează, această carte este, de asemenea, concepută pentru a servi ca un material de referință important. Experiența noastră a demonstrat că, având în vedere natura foarte specializată a multor locuri de muncă din domeniul financiar, există lacune vizibile în seturile de competențe care trebuie abordate. În plus, mulți profesioniști caută să-și perfecționeze în mod continuu abilitățile, precum și să-și lărgească și să-și perfecționeze baza de cunoștințe. Această carte va fi, de asemenea, foarte benefică pentru formatorii și cursanții de la firmele din Wall Street, atât în contextul programelor de formare formale, cât și al formării informale la locul de muncă.

Colaboratorii noștri editoriali de la firmele de capital privat și fondurile speculative au identificat, de asemenea, nevoia unui manual practic de evaluare pentru profesioniștii lor în investiții și directorii cheie din portofoliul companiilor. Mulți dintre acești profesioniști provin dintr-un mediu de consultanță sau operațional și nu au un pedigree financiar. În plus, marea majoritate a firmelor de investiții din partea de cumpărare nu au programe de formare interne și se bazează foarte mult pe formarea la locul de muncă. Această carte va servi drept ghid de referință util pentru persoanele care se alătură sau își caută locuri de muncă la aceste instituții.

Această carte oferă, de asemenea, instrumente esențiale pentru profesioniștii din corporații, inclusiv membrii departamentelor de dezvoltare a afacerilor, finanțe și trezorerie. Acești specialiști sunt responsabili pentru finanțarea corporativă, evaluarea și livrabilele legate de tranzacții în fiecare zi. De asemenea, lucrează cu bancherii de investiții la diferite tranzacții de fuziuni și achiziții (inclusiv achiziții cu efect de levier (LBO) și finanțări aferente), precum și oferte publice inițiale (IPO), restructurari și alte tranzacții pe piețele de capital. În mod similar, această carte este menită să ofere un context mai mare pentru legiunile de avocați, consultanți și contabili concentrați pe fuziuni și achiziții, finanțare corporativă și alte servicii de consultanță în tranzacții.

Având în vedere globalizarea în creștere a lumii financiare, această carte este concepută pentru a fi suficient de universală pentru a fi utilizată în afara Americii de Nord. Activitatea noastră privind tranzacțiile transfrontaliere, inclusiv pe piețele în dezvoltare rapidă, cum ar fi Asia, America Latină, Rusia și India, a dezvăluit un apetit extraordinar pentru resursele calificate pe tot globul. Prin urmare, această carte îndeplinește o nevoie importantă ca material de instruire valoros și manual de încredere pentru profesioniștii în finanțe de pe aceste piețe.

STRUCTURA CĂRTII

Această carte se concentrează pe metodologiile primare de evaluare utilizate în prezent pe Wall Street, și anume analiza companiilor comparabile, analiza tranzacțiilor precedente, analiza fluxului de numerar actualizat și analiza cumpărării cu efect de levier. Aceste metodologii sunt

utilizat pentru a determina evaluarea pentru companiile publice și private în contextul tranzacțiilor de fuziuni și achiziții, LBO, IPO, restructurari și decizii de investiții. Ele formează, de asemenea, piatra de temelie pentru evaluarea companiilor pe o bază de sine stătătoare, inclusiv o evaluare a faptului dacă o anumită companie publică este supraevaluată sau subevaluată. Folosind o abordare pas cu pas pentru fiecare metodologie, construim o bază de cunoștințe cronologică și definim termeni cheie, concepte financiare și procese de-a lungul cărții. De asemenea, oferim context pentru diverse metodologii de evaluare printr-o prezentare

cuprinzătoare a fundamentelor LBO-urilor și a unui proces organizat de vânzare de fuziuni și achiziții, inclusiv participanți cheie, surse și termeni de finanțare, strategii, repere și documentație juridică și de marketing.

Acest corp de lucru se bazează pe experiența noastră combinată pe o multitudine de tranzacții , precum și pe contribuțiile primite de la numeroși bancheri de investiții, profesioniști în investiții de la firme de capital privat și fonduri speculative, avocați, directori de corporații , autori colegi și profesori universitari. Bazându-ne pe propria noastră tranzacție și experiență în clasă, precum și pe cea a unei rețele largi de surse profesionale și profesorale, facem o punte între mediul academic și industrie în ceea ce privește aplicarea practică a teoriei finanțelor. Produsul rezultat este accesibil unui public larg, inclusiv celor cu un background limitat în domeniul financiar, precum și suficient de detaliat și cuprinzător pentru a servi ca instrument de referință principal și ghid de instruire pentru profesioniștii din domeniul financiar.

Această carte este organizată în trei părți principale, după cum este rezumat mai jos.

Prima parte: Evaluare (Capitole 1–3)

Partea întâi se concentrează pe cele trei metodologii cele mai frecvent utilizate, care servesc ca nucleu al unui set cuprinzător de instrumente de evaluare – analiza companiilor comparabile (Capitolul 1), analiza tranzacțiilor precedente (Capitolul 2) și analiza fluxului de numerar actualizat (Capitolul 3). Fiecare dintre aceste capitole folosește o abordare ușor de utilizat pentru a realiza metodologia de evaluare dată, în timp ce definește termenii cheie, detaliază diferite calcule și explică concepte financiare avansate.

La sfârșitul fiecărui capitol, folosim abordarea noastră pas cu pas pentru a determina un interval de evaluare pentru o companie țintă ilustrativă, ValueCo Corporation („ValueCo”), în conformitate cu metodologia dată. Setul de informații financiare pentru ValueCo, care formează baza pentru activitatea noastră de evaluare pe parcursul întregii cărți, este prezentat în Anexele II până la I.III. În plus, toate modelele de evaluare și paginile de ieșire utilizate în această carte sunt accesibile în format electronic pe site-ul nostru web, **www.wiley.com/go/investmentbanking** .

Capitolul 1: Analiza companiilor comparabile

Capitolul 1 oferă o privire de ansamblu asupra analizei companiilor comparabile („companii comparabile” sau „companii de tranzacționare”), una dintre metodologiile primare utilizate pentru evaluarea unei anumite companii, divizii, afaceri sau colecție de active („țintă”). Companiile comparabile oferă un punct de referință de piață în raport cu care un bancher poate stabili o evaluare pentru o companie privată sau poate analiza valoarea unei companii publice la un moment dat. Are o gamă largă de aplicații, în special pentru diferite situații de fuziuni și achiziții, IPO, restructurari și decizii de investiții.

Fundamentul pentru tranzacționarea compensațiilor se bazează pe premisa că companiile similare oferă un punct de referință extrem de relevant pentru evaluarea unei ținte date, deoarece acestea

împărtășesc caracteristicile financiare și comerciale cheie, factorii de performanță și riscurile. Prin urmare, parametrii de evaluare pot fi stabiliți pentru țintă prin determinarea poziționării sale relative în rândul companiilor similare. Miezul acestei analize constă în selectarea unui univers de companii comparabile pentru țintă. Aceste companii similare sunt comparate una față de cealaltă, iar ținta se bazează pe diverse statistici și rapoarte financiare. Multiplii de tranzacționare – care utilizează o măsură a valorii în numărător și o metrică de operare în numitor – sunt apoi calculați pentru univers. Acești multipli oferă o bază pentru extrapolarea unui

interval de evaluare pentru țintă.

Capitolul 2: Analiza tranzacțiilor precedente Capitolul 2 se concentrează pe analiza tranzacțiilor precedente („tranzacții precedente” sau „comp. tranzacții”) care, la fel ca și companiile comparabile, utilizează o abordare bazată pe multipli pentru a determina un interval de evaluare implicit pentru o țintă. Tranzacțiile precedente se bazează pe multipli plătiți pentru companii comparabile în tranzacții anterioare. Are o gamă largă de aplicații, în special pentru a ajuta la determinarea unui interval potențial de preț de vânzare pentru o companie, sau o parte a acesteia, într-o tranzacție de M&A sau de restructurare.

Selectarea unui univers adecvat de achiziții comparabile este fundația pentru efectuarea tranzacțiilor precedente. Cele mai bune achiziții comparabile implică de obicei companii similare țintei la un nivel fundamental. Ca regulă generală, cele mai recente tranzacții (adică cele care au avut loc în ultimii doi-trei ani) sunt cele mai relevante, deoarece probabil au avut loc în condiții de piață similare cu tranzacția avută în vedere. Cumpărătorii și vânzătorii potențiali analizează cu atenție multiplii care au fost plătiți pentru achiziții comparabile. Ca rezultat, se așteaptă ca bancherii și profesioniștii în investiții să cunoască multiplii tranzacțiilor pentru domeniile lor de interes sectorial.

Capitolul 3: Analiza fluxului de numerar actualizat Capitolul 3 discută analiza fluxului de numerar actualizat („analiza DCF” sau „DCF”), o metodologie fundamentală de evaluare utilizată pe scară largă de către bancherii de investiții, ofițerii corporativi, cadrele universitare, investitorii și alți profesioniști din domeniul finanțelor. DCF are o gamă largă de aplicații, inclusiv evaluarea pentru diferite situații de fuziuni și achiziții, IPO, restructurari și decizii de investiții. Se bazează pe principiul că valoarea unui obiectiv poate fi derivată din valoarea actuală a *fluxului de numerar liber proiectat* (FCF). FCF proiectat al unei companii este derivat dintr-o varietate de ipoteze și judecăți cu privire la performanța financiară viitoare așteptată, inclusiv ratele de creștere a vânzărilor, marjele de profit, cheltuielile de capital și cerințele nete de capital de lucru.

Evaluarea implicită pentru o țintă de către un DCF este cunoscută și sub numele de *valoarea sa intrinsecă* , spre deosebire de valoarea sa de piață, care este valoarea atribuită de piață la un moment dat. Prin urmare, un DCF servește ca o alternativă importantă la tehnicile de evaluare bazate pe piață, cum ar fi companii comparabile și tranzacții precedente, care pot fi distorsionate de o serie de factori, inclusiv aberațiile pieței (de exemplu, criza creditelor post-subprime). Ca atare, un DCF joacă un rol valoros ca verificare a evaluării predominante pe piață pentru o companie tranzacționată la bursă. Un DCF este, de asemenea, critic atunci când există companii similare „pure play” limitate (sau nu există) sau achiziții comparabile.

Partea a doua: Cumpărări cu efect de levier (Capitolele 4 și 5)

Partea a doua se concentrează pe cumpărări cu efect de levier, care au cuprins o mare parte a piețelor de capital și a peisajului de fuziuni și achiziții la mijlocul anilor 2000. Acest lucru s-a datorat proliferării vehiculelor de investiții private (de exemplu, firme de capital privat și fonduri speculative) și a fondurilor lor considerabile de capital, precum și a vehiculelor de credit structurate (de exemplu, obligații de datorie garantate). Începem cu o discuție în Capitolul 4 despre elementele fundamentale ale LBO, inclusiv o prezentare generală a participanților cheie, caracteristicile unui candidat puternic LBO, economia unui LBO, strategiile de ieșire și sursele și termenii cheie de finanțare. Odată ce acest cadru este stabilit, aplicăm abordarea pas cu pas din capitolul 5 pentru a construi un model LBO cuprinzător și pentru a efectua o analiză LBO

pentru ValueCo. Analiza LBO este un instrument de bază folosit atât de bancheri, cât și de profesioniștii în capitalul privat pentru a determina structura și evaluarea finanțării pentru achizițiile cu efect de levier.

Capitolul 4: Cumpărări cu efect de levier Capitolul 4 oferă o privire de ansamblu asupra elementelor fundamentale ale cumpărărilor cu efect de levier. Un LBO este achiziția unei ținte folosind datoria pentru a finanța o mare parte din prețul de cumpărare. Partea rămasă din prețul de achiziție este finanțată cu o contribuție de capitaluri proprii din partea unui sponsor financiar („sponsor"). În acest capitol, oferim o imagine de ansamblu asupra economiei LBO-urilor și a modului în care acestea sunt utilizate pentru a genera profituri pentru sponsori. De asemenea, dedicăm o parte semnificativă a capitolului 4 unei discuții despre sursele de finanțare LBO, în special despre diferitele instrumente de datorie și termenii și condițiile acestora.

LBO-urile sunt folosite de sponsori pentru a achiziționa o gamă largă de afaceri, inclusiv companii publice și private, precum și diviziile și filialele acestora. În general, companiile cu fluxuri de numerar stabile și previzibile, precum și cu active substanțiale reprezintă candidați LBO atractivi. Cu toate acestea, sponsorii tind să fie investitori flexibili, cu condiția ca profiturile așteptate ale investiției să îndeplinească pragurile cerute. Într-un LBO, nivelul disproporționat de ridicat al datoriei suportat de țintă este susținut de FCF proiectat și de baza de active, ceea ce permite sponsorului să contribuie cu o mică investiție de capital în raport cu prețul de cumpărare. Acest lucru, la rândul său, permite sponsorului să realizeze un randament acceptabil al investiției sale de capital la ieșire, de obicei printr-o vânzare sau IPO a țintei.

Capitolul 5: Analiza LBO Capitolul 5 înlătură misterul din jurul analizei LBO, instrumentul analitic de bază folosit pentru a evalua structura finanțării, randamentul investițiilor și evaluarea în scenariile de cumpărare cu efect de levier. Aceleași tehnici pot fi utilizate și pentru a evalua oportunitățile de refinanțare și alternativele de restructurare pentru emitenții corporativi. Analiza LBO este o metodologie mai complexă decât cele discutate anterior, deoarece necesită cunoștințe specializate despre modelarea financiară, piețele de capital cu efect de levier, fuziuni și achiziții și contabilitate. În centrul analizei LBO se află un model financiar, care este construit cu flexibilitatea de a analiza o anumită țintă în mai multe structuri de finanțare și scenarii de operare.

Ca și în cazul metodologiilor discutate în partea întâi, analiza LBO este o componentă esențială a unui set cuprinzător de instrumente de evaluare. În ceea ce privește finanțarea datoriei, analiza LBO este utilizată pentru a ajuta la elaborarea unei structuri de finanțare viabilă pentru țintă, pe baza generării fluxului de numerar, a rambursării datoriilor, a statisticilor de credit și a rentabilității investițiilor pe perioada de proiecție. Sponsorii lucrează îndeaproape cu furnizorii de finanțare (de exemplu,

bănci de investiții) pentru a determina structura de finanțare preferată pentru o anumită tranzacție. Într-un context de consultanță de fuziuni și achiziții, analiza LBO oferă baza pentru determinarea unui interval de evaluare implicit pentru o anumită țintă într-o vânzare potențială LBO bazată pe obținerea unor randamente acceptabile.

Partea a treia: Fuziuni și achiziții (Capitolul 6)

Partea a treia se concentrează pe punctele și etapele cheie ale procesului pentru desfășurarea unui proces eficient de vânzare de fuziuni și achiziții, mijlocul prin care companiile sunt cumpărate și vândute pe piață. Această discuție servește pentru a oferi un context mai mare pentru subiectele discutate mai devreme în carte, deoarece metodologiile teoretice de evaluare

sunt testate pe baza a ceea ce un cumpărător va plăti de fapt pentru o afacere sau o colecție de active. De asemenea, descriem modul în care analiza evaluării este utilizată pentru a încadra așteptările vânzătorului de preț, pentru a stabili linii directoare pentru gama de oferte acceptabile, pentru a evalua ofertele primite și, în cele din urmă, pentru a ghida negocierile privind prețul final de achiziție.

Capitolul 6: Procesul de vânzare de fuziuni și achiziții Vânzarea unei companii, divizii, afaceri sau colecție de active este un eveniment major pentru proprietarii (acționarilor), conducerea, angajații și alte părți interesate. Este un proces intens, consumator de timp, cu mize mari, care se întinde de obicei pe câteva luni. În consecință, vânzătorul angajează de obicei o bancă de investiții („consilier de vânzare") și echipa sa de profesioniști pregătiți pentru a se asigura că sunt îndeplinite obiectivele cheie - și anume o combinație optimă de maximizare a valorii, viteza de execuție și certitudinea finalizării, printre alte considerații specifice tranzacției. De asemenea, potențialii cumpărători angajează adesea o bancă de investiții („consilier pe partea de cumpărare") pentru a efectua lucrări de evaluare, a interacționa cu vânzătorul și a conduce negocieri, printre alte sarcini critice.

Consilierul de vânzare este responsabil pentru identificarea priorităților vânzătorului de la început și creează un proces de vânzare personalizat în consecință. Dintr-o perspectivă analitică, o misiune de vânzare necesită o evaluare cuprinzătoare a țintei folosind acele metodologii discutate în această carte. Poate că decizia cea mai de bază, totuși, se referă la organizarea unei licitații ample sau direcționate sau la o vânzare negociată. În general, o licitație necesită mai multă organizare inițială, marketing, puncte de proces și resurse decât o vânzare negociată cu o singură parte. În consecință, capitolul 6 se concentrează în primul rând pe procesul de licitație.

INFORMAȚII FINANCIARE REZUMAT VALUECO

Anexele II până la I.III prezintă informațiile financiare istorice și proiectate pentru ValueCo. Aceste date financiare – precum și diferiții multipli de evaluare, termeni de finanțare și alte statistici financiare discutate pe parcursul cărții – sunt pur ilustrative și concepute pentru a reprezenta condiții economice și de piață normalizate.

ANEXA II ValueCo Rezumat Date istorice de exploatare *($ în milioane)*

Datele istorice de funcționare rezumate ValueCo				
	An fiscal încheiat la 31 decembrie			**LTM**
	2005A	**2006A**	**2007A**	**30.09.2008A**
Vânzări	**780,0**	**850,0**	**925,0**	**977,8**
% creștere	*N / A*	*9,0%*	*8,8%*	*N / A*
Costul mărfurilor vândute	471,9	512.1	555,0	586,7
Profit Brut	**308,1**	**337,9**	**370,0**	**391,1**
marja %	*39,5%*	*39,8%*	*40,0%*	*40,0%*
Vanzare, General & Administrativ	198,9	214,6	231,3	244,4
EBITDA	**109,2**	**123,3**	**138,8**	**146,7**
marja %	*14,0%*	*14,5%*	*15,0%*	*15,0%*
Amortizare și amortizare	15.6	17.0	18.5	19.6
EBIT	**93,6**	**106,3**	**120,3**	**127,1**
marja %	*12,0%*	*12,5%*	*13,0%*	*13,0%*
Cheltuieli de capital	15.0	18.0	18.5	19.6
% vânzări	*1,9%*	*2,1%*	*2,0%*	*2,0%*

Notă: în scopuri de modelare (de exemplu, analiză DCF și analiză LBO), D&A este defalcat separat de COGS și SG&A ca element rând propriu.

ANEXA I.II ValueCo Rezumat Date de exploatare proiectate
($ în milioane)

Datele de exploatare proiectate rezumat ValueCo						
	An fiscal încheiat la 31 decembrie					
	2008E	**2009E**	**2010E**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
Vânzări	**1.000,0**	**1.080,0 USD**	**1.144,8 USD**	**1.190,6 USD**	**1.226,3 USD**	**1.263,1 USD**
% creștere	*8,1%*	*8,0%*	*6,0%*	*4,0%*	*3,0%*	*3,0%*
Costul mărfurilor vândute	600,0	648,0	686,9	714,4	735,8	757,9
Profit Brut	**400,0**	**432,0**	**457,9**	**476,2**	**490,5**	**505,2 USD**
marja %	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*
Vanzare, General & Administrativ	250,0	270,0	286,2	297,6	306,6	315,8
EBITDA	**150,0**	**162,0**	**171,7**	**178,6**	**183,9**	**189,5 USD**
marja %	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*
Amortizare și amortizare	20,0	21.6	22.9	23.8	24.5	25.3
EBIT	**130,0**	**140,4**	**148,8**	**154,8**	**159,4**	**164,2 USD**
marja %	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*
Cheltuieli de capital	20,0	21.6	22.9	23.8	24.5	25.3
% vânzări	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*

ANEXA I.III ValueCo Rezumat Date istorice ale bilanțului

($ în milioane)

ValueCo Rezumatul datelor istorice ale bilanțului

	An fiscal încheiat la 31 decembrie			Începând cu	FYE 2008E
	2005A	2006A	2007A	30.09.2008A	
Numerar și echivalente de numerar	22,6 USD	11,9 USD	14,0	7,9 USD	25,0
Creanțe de încasat	123.2	141.1	152,6	161,3	165,0
Inventarele	94,6	104,0	115,6	122.2	125,0
Active cu plăți anticipate și alte active	7.1	8.5	9.3	9.8	10.0
Total active circulante	**247,5 USD**	**265,5 USD**	**291,5 USD**	**301,3 USD**	**325,0 USD**
Imobilizări, instalații și echipamente, net	649,0	650,0	650,0	650,0	650,0
Fondul comercial și imobilizările	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0
Alte Active	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Active totale	**1.146,5 USD**	**1.165,5 USD**	**1.191,5 USD**	**1.201,3 USD**	**1.225,0 USD**
Creanțe	65.2	66,0	69,4	73.3	75,0
Datorii acumulate	69,9	83.2	92,5	97,8	100,0
Alte datorii curente	15.6	20.4	23.1	24.4	25,0
Total datorii curente	**150,7 USD**	**169,6 USD**	**185,0 USD**	**195,6 USD**	**200,0 USD**
Datoria totală	450,0	400,0	350,0	300,0	300,0
Alte datorii pe termen lung	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Total datorii	**625,7 USD**	**594,6 USD**	**560,0 USD**	**520,6 USD**	**525,0 USD**
Capitaluri proprii ale acționarilor cu interese fără control	- 520,8	- 570,9	- 631,5	- 680,7	- 700,0
Total datorii și capitaluri proprii	**1.146,5 USD**	**1.165,5 USD**	**1.191,5**	**1.201,3 USD**	**1.225,0 USD**

Unul

Evaluare

CAPITOLUL 1

Analiza companiilor comparabile

C Analiza companiilor comparabile („companii comparabile" sau „companii de tranzacționare") este una dintre metodologiile principale utilizate pentru evaluarea unei anumite companii, divizii, afaceri sau colecție de active („țintă"). Acesta oferă un punct de referință de piață față de care un bancher poate stabili evaluarea pentru o companie privată sau poate analiza valoarea unei companii publice la un moment dat. Companiile comparabile au o gamă largă de aplicații, în special pentru diverse situații de fuziuni și achiziții (M&A), oferte publice inițiale (IPO), restructurari și decizii de investiții.

Fundamentul pentru tranzacționarea compensațiilor se bazează pe premisa că companiile similare oferă un punct de referință extrem de relevant pentru evaluarea unui anumit obiectiv, datorită faptului că împărtășesc caracteristici cheie de afaceri și financiare, factori de performanță și riscuri. Prin urmare, bancherul poate stabili parametrii de evaluare pentru țintă determinând poziționarea relativă a acesteia în rândul companiilor similare. Miezul acestei analize implică selectarea unui univers de companii comparabile pentru țintă („universul comparabile"). Aceste companii similare sunt comparate una față de cealaltă, iar ținta se bazează pe diverse statistici și rapoarte financiare. Multiplii de tranzacționare sunt apoi calculați pentru univers, care servesc drept bază pentru extrapolarea unui interval de evaluare pentru țintă. Acest interval de evaluare este calculat prin aplicarea multiplilor selectați la statisticile financiare relevante ale țintei.

În timp ce valorile de evaluare pot varia în funcție de sector, acest capitol se concentrează pe cei mai folosiți multipli de tranzacționare. Acești multipli - cum ar fi valoarea întreprindere-câștig înainte de dobândă, impozite, depreciere și amortizare (EV/EBITDA) și preț-câștig (P/E) - utilizează o măsură a valorii în numărător și o statistică financiară la numitor. În timp ce P/E este cel mai larg recunoscut în cercurile din afara Wall Street, multiplii bazați pe valoarea întreprinderii sunt utilizați pe scară largă de către bancheri, deoarece sunt independenți de structura capitalului și de alți factori care nu au legătură cu operațiunile comerciale (de exemplu, diferențele dintre regimurile fiscale și anumite politici contabile).

Analiza companiilor comparabile este concepută pentru a reflecta evaluarea „actuală" bazată pe condițiile de piață și sentimentul dominant. Ca atare, în multe cazuri este mai relevantă decât analiza *intrinsecă a evaluării* , cum ar fi analiza fluxului de numerar actualizat (a se vedea capitolul 3). În același timp, nivelurile de tranzacționare pe piață pot fi supuse unor perioade de sentiment irațional al investitorilor, care deformează evaluarea fie prea mare, fie prea scăzută. În plus, nu există două companii exact la fel, astfel încât atribuirea unei evaluări bazate pe caracteristicile de tranzacționare ale unor companii similare poate nu reuși să capteze cu exactitate valoarea reală a unei anumite companii.

Ca rezultat, compensațiile de tranzacționare ar trebui utilizate împreună cu celelalte metodologii de evaluare discutate în această carte. O deconectare semnificativă între intervalele de evaluare derivate din diferitele metodologii ar putea fi un indiciu că ipotezele sau calculele cheie trebuie revizuite. Prin urmare, atunci când se efectuează compensații de tranzacționare (sau orice alt exercițiu de evaluare/analiza financiară), este imperativ să se noteze cu atenție sursele și ipotezele cheie atât pentru revizuirea, cât și pentru apărarea concluziilor.

Acest capitol oferă o abordare foarte practică, pas cu pas, pentru efectuarea de compensații de tranzacționare în concordanță cu modul în care această metodologie de evaluare este realizată în aplicațiile din lumea reală (a se vedea Anexa 1.1). Odată ce acest cadru este stabilit, parcurgem o analiză ilustrativă a companiilor comparabile folosind compania noastră țintă, ValueCo (vezi Introducere pentru referință).

ANEXA 1.1 Etapele analizei companiilor comparabile

Pasul I. Selectați universul companiilor comparabile
Pasul II. Găsiți informațiile financiare necesare
Pasul III. Răspândiți statistici cheie, rapoarte și multipli de tranzacționare
Pasul IV. Comparați companiile comparabile
Pasul V. Determinați evaluarea

REZUMAT AL FIRMELOR COMPARABILE PASI DE ANALIZĂ

- **Pasul I. Selectați universul companiilor comparabile.** Selectarea unui univers de companii comparabile pentru țintă este fundamentul pentru efectuarea de tranzacționări. În timp ce acest exercițiu poate fi destul de simplu și intuitiv pentru companiile din anumite sectoare, se poate dovedi provocator pentru altele ai căror colegi nu sunt ușor vizibili. Pentru a identifica companiile cu caracteristici financiare și de afaceri similare, este mai întâi necesar să obțineți o înțelegere solidă a țintei.

  Ca punct de plecare, bancherul se consultă de obicei cu colegii sau colegii seniori pentru a vedea dacă există deja în interior un set relevant de companii comparabile . Dacă începe de la zero, bancherul pune o plasă largă pentru a examina cât mai multe companii potențiale comparabile. Acest grup mai larg este în cele din urmă restrâns și apoi de obicei rafinat în continuare la un subset de „cele mai apropiate comparabile ”. Un sondaj al concurenților publici ai țintei este, în general, un loc bun pentru a începe identificarea potențialelor companii comparabile.

- **Pasul II. Găsiți informațiile financiare necesare.** Odată ce universul comparabil inițial este determinat, bancherul localizează informațiile financiare necesare pentru a analiza companiile comparabile selectate și pentru a calcula („spread” [1]) statisticile financiare cheie, ratele și multiplii de tranzacționare (vezi Pasul III). Datele primare pentru calcularea acestor valori sunt compilate din diverse surse, inclusiv a

  documentele SEC ale companiei, [2]estimări de cercetare de consens, rapoarte de cercetare a

[1]Noțiunea de „împrăștiere” se referă la efectuarea de calcule într-un program de calcul tabelar, cum ar fi Microsoft Excel.

[2]Securities and Exchange Commission (SEC) este o agenție federală creată de Securities Exchange Act din

capitalului propriu și comunicate de presă, precum și servicii de informații financiare.

- **Pasul III. Răspândiți statistici cheie, rapoarte și multipli de tranzacționare.** Bancherul este acum pregătit să răspândească statistici cheie, rate și multipli de tranzacționare pentru universul comparabil. Aceasta implică calcularea măsurilor de evaluare a pieței, cum ar fi valoarea întreprinderii și valoarea capitalului propriu, precum și elementele cheie din contul de profit și pierdere, cum ar fi EBITDA și venitul net. O varietate de indicatori și alte valori care măsoară profitabilitatea, creșterea, randamentul și puterea creditului sunt, de asemenea, calculate în această etapă. Statisticile financiare selectate sunt apoi utilizate pentru a calcula multiplii de tranzacționare pentru comparabile.

  Ca parte a acestui proces, bancherul trebuie să utilizeze diverse concepte și tehnici financiare, inclusiv calculul *ultimelor douăsprezece luni* (LTM)[3] statistici financiare, *calendarizarea* datelor financiare ale companiei și ajustări pentru *elemente nerecurente* . Aceste calcule sunt imperative pentru măsurarea exactă a comparabilelor atât pe o bază absolută, cât și pe o bază relativă (vezi Pasul IV).

- **Pasul IV. Comparați companiile comparabile.** Următorul nivel de analiză necesită o examinare aprofundată a companiilor comparabile pentru a determina clasarea relativă a țintei și cele mai apropiate comparabile. Pentru a ajuta în această sarcină, bancherul prezintă de obicei statisticile financiare calculate și ratele pentru companiile comparabile (așa cum au fost calculate în Pasul III) alături de cele ale țintei sub formă de foaie de calcul pentru o comparație ușoară (a se vedea Anexele 1.53 și 1.54). Acest exercițiu este cunoscut sub numele de „benchmarking".

  Benchmarking-ul servește la determinarea puterii relative a companiilor comparabile una față de cealaltă și a țintei. Asemănările și discrepanțele în ceea ce privește dimensiunea, ratele de creștere, marjele și efectul de levier, de exemplu, între comparabile și țintă sunt examinate îndeaproape. Această analiză oferă baza pentru stabilirea clasamentului relativ al țintei, precum și pentru determinarea acelor companii cele mai potrivite pentru încadrarea evaluării acesteia. Multiplii de tranzacționare sunt, de asemenea, prezentați într-o formă de foaie de calcul în scopuri de benchmarking (a se vedea Anexele 1.2 și 1.55). În acest moment, poate deveni evident că anumite valori aberante trebuie eliminate sau că comparabilele ar trebui să fie mai mult nivelate (de exemplu, în funcție de dimensiune, subsector sau de la cel mai apropiat la cel periferic).

- **Pasul V. Determinați evaluarea.** Multiplii de tranzacționare ai companiilor comparabile servesc drept bază pentru derivarea unui interval de evaluare pentru țintă. Bancherul începe de obicei prin utilizarea mijloacelor și medianelor pentru multiplele de tranzacționare relevante (de exemplu, EV/EBITDA) ca bază pentru extrapolarea unui interval inițial. Multiplii ridicat și scăzut pentru universul comparabile oferă îndrumări suplimentare în ceea ce privește un potențial plafon sau podea. Cheia pentru a ajunge la cea mai strânsă, cea mai potrivită gamă, totuși, este să te bazezi pe multiplii celor mai apropiate comparabile ca puncte de ghidare. În consecință, doar câteva companii atent selectate

1934, care reglementează industria valorilor mobiliare din SUA. Documentele SEC pot fi găsite online la www.sec.gov .

[3]Suma celor patru trimestre anterioare ale performanței financiare a unei companii, cunoscută și sub numele de ultimele douăsprezece luni (TTM).

EXHIBITUL 1.2 Analiza companiilor comparabile — Pagina de ieșire de tranzacționare

ValueCo Corporation
Comparable Companies Analysis
($ in millions, except per share data)

Sursa: Documentele companiei, Bloomberg, Estimări de consens
Notă: Datele din ultimele douăsprezece luni se bazează pe 30 septembrie 2008. Date financiare anuale estimate pe baza

poate servi drept bază finală pentru evaluare, grupul mai larg servind drept puncte de referință suplimentare. Deoarece acest proces implică la fel de multă „artă” cât și „știință”, bancherii seniori sunt de obicei consultați pentru îndrumări cu privire la decizia finală. Intervalul ales este apoi aplicat statisticilor financiare relevante ale țintei pentru a produce un interval de evaluare implicit.

PASUL I. SELECTAȚI UNIVERSUL COMPARABIL FIRME

Selectarea unui univers de companii comparabile pentru țintă este fundația pentru efectuarea de tranzacționări. Pentru a identifica companiile cu caracteristici financiare și de afaceri similare, este mai întâi necesar să obțineți o înțelegere solidă a țintei. La baza sa, metodologia de determinare a companiilor comparabile este relativ intuitivă. Companiile din același sector (sau, de preferință, „subsector”) cu dimensiuni similare tind să servească drept comparabile bune. Deși acesta poate fi un exercițiu destul de simplu pentru companiile din anumite sectoare, se poate dovedi provocator pentru altele ai căror colegi nu sunt ușor vizibili.

Pentru o țintă fără comparabile clare, tranzacționate public, bancherul caută companii din afara sectorului de bază al țintei, care împărtășesc caracteristici comerciale și financiare la un nivel fundamental. De exemplu, un producător de dimensiuni medii de ferestre rezidențiale poate avea parteneri limitati sau deloc direcți, tranzacționați la bursă în ceea ce privește produsele, și anume companiile care produc ferestre. Dacă universul este extins pentru a include companii care produc produse pentru construcții, deservesc constructorii de case sau care au expunere la ciclul locuințelor, probabilitatea de a localiza companii cu factori de afaceri similari este crescută. În acest caz, lista de potențiale comparabile ar putea fi extinsă pentru a include producătorii de produse pentru construcții conexe, cum ar fi podele, acoperișuri, siding, uși și dulapuri.

Studiați ținta

Procesul de învățare a „povestirii” în profunzime a țintei ar trebui să fie exhaustiv, deoarece aceste informații sunt esențiale pentru luarea deciziilor privind selecția companiilor comparabile adecvate. În acest scop, bancherul este încurajat să citească și să studieze cât mai multe materiale specifice companiei și sectorului. *Selecția efectivă a companiilor comparabile ar trebui să înceapă numai după finalizarea acestei cercetări.*

Pentru ținte care sunt solicitanți publici de înregistrare, [4]depuneri anuale (10-K) și trimestriale (10-Q), estimări de cercetare consensuale, rapoarte de cercetare privind acțiunile și veniturile fixe , comunicate de presă, transcrierea apelurilor de câștig, prezentări pentru investitori [5]și corporative

site-urile web oferă informații comerciale și financiare cheie. Companiile private prezintă o provocare mai mare, deoarece bancherul este forțat să se bazeze pe surse precum site-uri web corporative, rapoarte de cercetare sectorială, știri și reviste comerciale pentru datele de bază ale companiei. Documentele SEC ale concurenților publici, rapoartele de cercetare și prezentările investitorilor pot servi, de asemenea, ca surse utile de informații despre companiile private. Cu toate acestea, într-un proces organizat de vânzare de fuziuni

[4]Companiile publice sau tranzacționate public se referă la cele listate la o bursă publică de valori unde acțiunile lor pot fi tranzacționate. Cu toate acestea, agenții publici de depunere („solicitanții publici de înregistrare”) pot include companii private care sunt emitenți de titluri de datorie publică și, prin urmare, fac obiectul cerințelor de divulgare SEC.
[5]Prezentări la conferințe de investiții sau rapoarte regulate de performanță, postate de obicei pe site-ul corporativ al unei companii. Prezentările investitorilor pot fi, de asemenea, publicate pentru evenimente semnificative de fuziuni și achiziții sau ca parte a cerințelor regulamentului FD. Acestea sunt de obicei postate pe site-ul corporativ al companiei la „Relații cu investitorii” și depuse într-un 8-K.

și achiziții [6]pentru o companie privată, bancherului i se oferă informații detaliate de afaceri și financiare despre țintă (a se vedea capitolul 6).

Identificați caracteristicile cheie ale țintei în scopuri de comparație

Un cadru simplu pentru studierea țintei și selectarea companiilor comparabile este prezentat în Figura 1.3. Acest cadru, deși nu este deloc exhaustiv, este conceput pentru a determina caracterul comun cu alte companii prin profilarea și compararea principalelor caracteristici de afaceri și financiare.

ANEXA 1.3 Cadrul profilului financiar și al afacerii

Profilul companiei	Profil financiar
■ Sector	■ Dimensiune
■ Produse și Servicii	■ Rentabilitatea
■ Clienții și piețele finale	■ Profil de creștere
■ Canale de distribuție	■ Rentabilitatea investiției
■ Geografie	■ Profil de credit

Profilul companiei

Companiile care au în comun caracteristici de bază ale afacerii tind să servească drept comparabile bune . Aceste trăsături de bază includ sectorul, produsele și serviciile, clienții și piețele finale, canalele de distribuție și geografia.

Sector

Sectorul se referă la industria sau piețele în care operează o companie (de exemplu, produse chimice, produse de larg consum, asistență medicală, produse industriale și tehnologie). Sectorul unei companii poate fi împărțit în continuare în subsectoare, ceea ce facilitează identificarea celui mai apropiat comparabil al țintei. În sectorul industrial, de exemplu, există numeroase subsectoare, cum ar fi industria aerospațială și apărare, auto, produse pentru construcții, metale și minerit, hârtie și ambalaje. Pentru companiile cu divizii de afaceri distincte, segmentarea companiilor comparabile pe subsector poate fi critică pentru evaluare.

Sectorul unei companii transmite multe despre factorii, riscurile și oportunitățile sale cheie. De exemplu, un sector ciclic, cum ar fi petrolul și gazele, va avea o volatilitate a câștigurilor dramatic diferită de cea a bunurilor de consum. Pe de altă parte, sectoarele ciclice sau foarte fragmentate pot prezenta oportunități de creștere care nu sunt disponibile companiilor din sectoare mai stabile sau consolidate. Identificarea corespunzătoare și

clasificarea sectorului și subsectorului țintei este un pas esențial către localizarea companiilor comparabile.

Produse și Servicii

Produsele și serviciile unei companii sunt în centrul modelului său de afaceri. În consecință, companiile care produc produse similare sau furnizează servicii similare servesc de obicei drept comparabile bune. Produsele sunt mărfuri sau bunuri cu valoare adăugată pe care o companie le creează, produce sau rafinează. Exemplele de produse includ computere, cheresteaua, uleiul, medicamentele eliberate pe bază de rețetă și oțelul. Serviciile sunt acte sau funcții îndeplinite de o entitate în beneficiul alteia. Exemple de servicii comune

[6]Un proces prin care o țintă este comercializată către potențiali cumpărători, de obicei condus de o firmă bancară de investiții. Consultați Capitolul 6: Procesul de vânzare de fuziuni și achiziții pentru informații suplimentare.

includ servicii bancare, instalare, cazare, logistică și transport. Multe companii oferă atât produse, cât și servicii clienților lor, în timp ce altele oferă unul sau altul. În mod similar, unele companii oferă un mix diversificat de produse și/sau servicii, în timp ce altele sunt mai concentrate.

Clienții și piețele finale

Clienții Clienții unei companii se referă la cumpărătorii produselor și serviciilor sale . Companiile cu o bază similară de clienți tind să împărtășească oportunități și riscuri similare. De exemplu, companiile care furnizează producătorilor de automobile respectă anumite cerințe de producție și distribuție și sunt supuse ciclurilor și tendințelor de achiziție de automobile.

Cantitatea și diversitatea clienților unei companii sunt de asemenea importante. Unele companii deservesc o bază largă de clienți, în timp ce altele pot viza o piață specializată sau de nișă. Deși este în general pozitiv să existe o concentrare scăzută a clienților din perspectiva managementului riscului, este, de asemenea, benefic să existe un nucleu stabil de clienți pentru a oferi vizibilitate și confort în ceea ce privește veniturile viitoare.

Piețele finale Piețele finale ale unei companii se referă la piețele principale pe care își vinde produsele și serviciile. De exemplu, un producător de materiale plastice poate vinde pe mai multe piețe finale, inclusiv auto, construcții, produse de larg consum, dispozitive medicale și ambalaje. Piețele finale trebuie să fie diferențiate de clienți. De exemplu, o companie poate vinde pe piața finală a locuințelor, dar către comercianți cu amănuntul sau furnizori, spre deosebire de constructorii de case.

Performanța unei companii este, în general, legată de factori economici și de alți factori care îi afectează piețele finale. O companie care vinde produse pe piața finală a locuințelor este susceptibilă la factori macroeconomici care afectează ciclul general al locuințelor, cum ar fi ratele dobânzilor și nivelul șomajului. Prin urmare, companiile care vând produse și servicii pe aceleași piețe finale împărtășesc, în general, o perspectivă de performanță similară, ceea ce este important pentru a determina companiile comparabile adecvate.

Canale de distribuție

Canalele de distribuție sunt căile prin care o companie își vinde produsele și serviciile către utilizatorul final. Ca atare, ele sunt un factor cheie al strategiei de operare, al performanței și, în cele din urmă, al valorii. Companiile care vând în principal către întregul canal de vânzare, de exemplu, au adesea structuri organizaționale și de costuri semnificativ diferite față de cele care vând direct retailerilor sau utilizatorilor finali. Vând la un supermagazin

sau comerciantul cu amănuntul de valoare necesită o infrastructură fizică, o forță de vânzări și o logistică care poate fi inutilă pentru deservirea canalelor profesionale sau angro.

Unele companii vând la mai multe niveluri ale lanțului de distribuție, cum ar fi cu ridicata, cu amănuntul și direct către client. Un producător de pardoseli, de exemplu, își poate distribui produsele prin distribuitori angro și retaileri selectați, precum și direct către constructorii de case și utilizatorii finali.

Geografie

Companiile care au sediul în (și vând în) diferite regiuni ale lumii diferă adesea substanțial în ceea ce privește factorii și caracteristicile fundamentale ale afacerii. Acestea pot include rate de creștere, mediul macroeconomic, dinamica competitivă, calea (căile) spre piață, structura organizațională și a costurilor și oportunitățile și riscurile potențiale. Astfel de diferențe – care rezultă din demografia locală, factorii economici, regimurile de reglementare, modelele și preferințele de cumpărare ale consumatorilor și normele culturale – pot varia foarte mult de la o țară la alta și, în special, de la un continent la altul. În consecință,

există adesea diferențe de evaluare pentru companii similare în diferite regiuni sau jurisdicții globale. [7]Prin urmare, în determinarea companiilor comparabile, bancherii tind să grupeze companiile din SUA (sau concentrate) într-o categorie separată de companiile din Europa sau Asia, chiar dacă modelele lor de afaceri de bază sunt aceleași.

De exemplu, un bancher care caută companii comparabile pentru un comerciant cu amănuntul din SUA s-ar concentra în primul rând pe companiile din SUA cu companii străine relevante care oferă îndrumări periferice. Această grupare geografică este puțin mai puțin aplicabilă pentru industriile cu adevărat globale, cum ar fi petrolul și aluminiul, de exemplu, unde domiciliul este mai puțin indicativ decât prețurile globale ale mărfurilor și condițiile de piață. Chiar și în aceste cazuri, totuși, disparitățile de evaluare în funcție de geografie sunt adesea evidente.

Profil financiar

Caracteristicile financiare cheie trebuie, de asemenea, examinate atât ca mijloc de înțelegere a țintei, cât și de identificare a celor mai bune companii comparabile.

Dimensiune

Dimensiunea este de obicei măsurată în termeni de evaluare a pieței (de exemplu, valoarea capitalului propriu și valoarea întreprinderii), precum și statistici financiare cheie (de exemplu, vânzări, profit brut, EBITDA, EBIT și venit net). Companiile de dimensiuni similare dintr-un anumit sector au mai multe șanse să aibă multipli similari decât companiile cu discrepanțe semnificative de dimensiune. Acest lucru reflectă faptul că companiile de dimensiuni similare sunt, de asemenea, probabil să fie similare în alte privințe (de exemplu, economii de scară, putere de cumpărare, levier de stabilire a prețurilor, clienți, perspective de creștere și lichiditatea de tranzacționare a acțiunilor lor pe piața de valori).

În consecință, diferențele de dimensiune sunt adesea asociate cu diferențele de evaluare. Prin urmare, comparabilele sunt adesea clasificate în funcție de categorii de mărime. De exemplu, companiile cu o valoare a capitalurilor proprii sub 5 miliarde USD (sau valoarea întreprinderii, vânzări) pot fi plasate într-un grup, iar cele cu mai mult de 5 miliarde USD într-un grup separat. Această treaptă, desigur, presupune un număr suficient de comparabile pentru a justifica organizarea universului în subgrupuri.

Rentabilitatea

Rentabilitatea unei companii măsoară capacitatea acesteia de a converti vânzările în profit. Indicatorii de rentabilitate („marjele") folosesc o măsură a profitului în numărător, cum ar fi profitul brut, EBITDA, EBIT sau venitul net și vânzările la numitor. [8]Ca regulă generală, pentru companiile din același sector, marje de profit mai mari se traduc în evaluări mai mari, toate celelalte fiind egale. În consecință, determinarea profitabilității relative a unei companii în comparație cu a colegilor săi este o componentă de bază a analizei de evaluare comparativă (vezi Pasul IV).

Profil de creștere

Profilul de creștere al unei companii, așa cum este determinat de performanțele sale financiare istorice și viitoare estimate, este un factor important al evaluării. Investitorii de acțiuni recompensează companiile cu creștere mare cu multipli de tranzacționare mai mari decât companiile cu creștere mai lentă. De asemenea, ei discern dacă creșterea este în primul rând organică sau determinată de achiziții, primul fiind în general considerat preferabil. În evaluarea profilului de creștere al unei companii, ratele de creștere istorice și viitoare estimate pentru diferite statistici financiare (de exemplu, vânzări, EBITDA și profitul pe acțiune

[7]Alți factori, cum ar fi condițiile piețelor locale de capital, inclusiv volumul, lichiditatea, transparența, baza de acționari și percepțiile investitorilor, precum și riscul politic, contribuie, de asemenea, la aceste disparități.
[8]În funcție de sector, profitabilitatea poate fi măsurată pe unitate (de exemplu, pe tonă sau liră).

(EPS)) sunt examinate la intervale selectate. Pentru companiile publice mature, ratele de creștere a EPS sunt de obicei mai semnificative. Cu toate acestea, pentru companiile în stadiu incipient sau în curs de dezvoltare cu venituri mici sau deloc, tendințele de creștere a vânzărilor sau a EBITDA pot fi mai relevante.

Rentabilitatea investiției

Rentabilitatea investiției (ROI) măsoară capacitatea unei companii de a oferi venituri (sau profituri) furnizorilor săi de capital. Rapoartele rentabilității investiției folosesc o măsură a profitabilității (de exemplu, EBIT, NOPAT [9]sau venit net) la numărător și o măsură a capitalului (de exemplu, capitalul investit, capitalurile proprii sau activele totale) la numitor. Cele mai utilizate valori ale rentabilității investiției sunt rentabilitatea capitalului investit (ROIC), rentabilitatea capitalului propriu (ROE) și rentabilitatea activelor (ROA). Randamentul dividendelor, care măsoară plata dividendelor pe care acționarii unei companii o primesc pentru fiecare acțiune deținută, este un alt tip de măsură de rentabilitate.

Profil de credit

Profilul de credit al unei companii se referă la solvabilitatea sa ca împrumutat. De obicei, este măsurată prin indicatori referitoare la nivelul general al datoriei unei companii („levier"), precum și capacitatea acesteia de a plăti dobânzi („acoperire") și reflectă beneficiile și riscurile cheie specifice companiei și sectorului. Moody's Investors Service (Moody's), Standard & Poor's (S&P) și Fitch Ratings (Fitch) sunt cele trei agenții principale de rating de credit independente care oferă evaluări oficiale ale profilului de credit al unei companii.

Ecran pentru companii comparabile

Odată ce afacerile de bază și caracteristicile financiare ale țintei sunt cercetate și înțelese, bancherul folosește diverse resurse pentru a căuta potențiale companii comparabile. În etapa inițială, accentul este pus pe identificarea companiilor cu un profil de afaceri similar. În timp ce informațiile financiare de bază (de exemplu, vânzările, valoarea întreprinderii sau valoarea capitalului propriu) ar trebui evaluate din timp, în Pasul IV se realizează o evaluare financiară mai detaliată.

Băncile de investiții au stabilit în general liste de companii comparabile pe sectoare, care conțin multipli relevanți și alte date financiare, care sunt actualizate trimestrial și pentru acțiuni adecvate specifice companiei. Adesea, însă, bancherul trebuie să înceapă de la zero. În aceste cazuri, o examinare a concurenților publici ai țintei este de obicei cel mai bun loc pentru a începe. Concurenții au în general caracteristici cheie de afaceri și financiare și sunt susceptibili la oportunități și riscuri similare. Companiile publice discută de obicei concurenții lor principali în declarația anuală de proxy de 10 K (DEF14A) [10]și, potențial, în prezentările pentru investitori. În plus, rapoartele de cercetare a capitalului propriu, în special cele cunoscute sub numele de *inițiere a acoperirii* , [11]deseori enumerează în mod explicit opiniile analistului de cercetare cu privire la comparabilele și/sau concurenții primari ai țintei. Pentru ținte private, 10-K ale concurenților publici, declarațiile de proxy, prezentările investitorilor, rapoartele de cercetare și rapoartele industriale mai ample sunt adesea surse utile.

O sursă suplimentară pentru localizarea comparabilelor este declarația de proxy pentru o tranzacție de

[9]Profit operațional net după impozitare, cunoscut și sub denumirea de EBIT fiscal sau câștig înainte de dobândă după impozitare (EBIAT).

[10]Declarația anuală de proxy a unei companii oferă de obicei un grup de companii similare sugerat care este utilizat în scopuri de benchmarking.

[11]Un raport de cercetare a capitalului de acoperire de inițiere se referă la primul raport publicat de un analist de cercetare a capitalului care începe acoperirea unei anumite companii. Acest raport oferă adesea o descriere cuprinzătoare a afacerii, o analiză sectorială și un comentariu.

fuziuni și achiziții relativ recentă în sector („proxy de fuziune”), [12]deoarece conține fragmente dintr-o *opinie de corectitudine* . După cum înseamnă și numele, o opinie de corectitudine opinează cu privire la „corectitudinea” prețului de cumpărare și a condițiilor de tranzacție oferite de dobânditor din perspectivă financiară (a se vedea capitolul 6). Opinia de corectitudine este susținută de o prezentare detaliată a metodologiilor utilizate pentru a efectua o evaluare a țintei, incluzând de obicei companii comparabile, tranzacții precedente, analiză DCF și analiză LBO, dacă este cazul. [13]Fragmentul de tranzacționare din avizul de corectitudine oferă, în general, o listă a companiilor comparabile utilizate pentru a evalua ținta de fuziuni și achiziții, precum și intervalul selectat de multipli utilizați în analiza de evaluare.

Bancherul poate, de asemenea, să verifice companiile care operează în sectorul țintă folosind coduri SIC sau NAICS. [14]Serviciile de informații financiare prin abonament, cum ar fi cele oferite de Capital IQ, FactSet și Thomson Reuters, oferă servicii complete
bazele de date ale companiei cu informații despre codul SIC/NAICS. Acest tip de ecran este utilizat în mod obișnuit fie pentru a stabili un univers inițial larg de comparabile, fie pentru a se asigura că nicio companie potențială nu a fost trecută cu vederea. Rapoartele sectoriale publicate de agențiile de rating de credit (de exemplu, Moody's, S&P și Fitch) pot oferi, de asemenea, liste utile de companii similare.

Pe lângă cele menționate mai sus, bancherii seniori sunt poate cele mai valoroase resurse pentru determinarea universului comparabile. Având în vedere cunoștințele sectorului lor și familiaritatea cu ținta, o scurtă conversație este de obicei suficientă pentru a oferi bancherului junior un punct de plecare puternic. Spre sfârșitul procesului – odată ce bancherul junior a făcut treaba pentru a crea și a perfecționa o listă solidă de comparabile – un bancher senior oferă adesea retușurile finale în ceea ce privește adăugirile sau ștergerile mai nuanțate.

În această etapă a procesului, pot exista suficiente informații pentru a elimina anumite companii din grup sau pentru a clasifica companiile selectate în funcție de mărime, concentrare comercială sau geografie, de exemplu.

PASUL II. LOCALIZAȚI FINANCIARUL NECESAR INFORMAŢII

Această secțiune oferă o prezentare generală a surselor relevante pentru localizarea informațiilor financiare necesare pentru a calcula statisticile financiare cheie, ratele și multiplii pentru companiile comparabile selectate (a se vedea Pasul III). Cele mai comune surse pentru datele financiare ale companiilor publice sunt dosarele SEC (cum ar fi 10-Ks, 10-Qs și 8-Ks), precum și anunțurile de câștig, prezentările investitorilor, rapoartele de cercetare a capitalului propriu, estimările de consens, comunicatele de presă și serviciile de informații financiare selectate. O listă rezumată a locurilor de localizare a datelor financiare cheie este furnizată în Anexa 1.4.

În tranzacționarea compensațiilor, evaluarea este condusă atât pe baza performanței istorice (de exemplu, date financiare LTM), cât și a performanței viitoare așteptate (de exemplu, estimări de consens pentru ani calendaristici viitori). Totuși, în funcție de sector și de punctul din ciclu, proiecțiile financiare

[12]O solicitare a voturilor acționarilor într-o combinare de întreprinderi depusă inițial în conformitate cu Formularul SEC PREM14A (declarație preliminară de procură de fuziune) și apoi DEFM14A (declarație de procură de fuziune definitivă).

[13]Nu toate companiile sunt candidate LBO. Consultați Capitolul 4: Cumpărări cu efect de levier pentru o privire de ansamblu asupra caracteristicilor candidaților puternici LBO.

[14]Clasificarea industrială standard (SIC) este un sistem stabilit de guvernul SUA pentru clasificarea operațiunilor comerciale majore ale unei companii cu un cod numeric. Unii bancheri folosesc codurile mai noi ale Sistemului de clasificare a industriei din America de Nord (NAICS) în locul codurilor SIC. SEC, totuși, folosește în continuare coduri SIC.

tind să fie mai semnificative. Estimările pentru performanța financiară pe viitor sunt, de obicei, obținute din estimări de consens (Primul apel sau IBES), [15]precum și din rapoartele individuale de cercetare a capitalului propriu. În contextul unei tranzacții de M&A sau de strângere a capitalului datoriilor, dimpotrivă, se pune mai mult accent pe performanța financiară a LTM. Informațiile financiare LTM sunt calculate pe baza datelor obținute din dosarele publice ale unei companii (a se vedea Anexele 1.24 și 1.25).

Depuneri SEC: 10-K, 10-Q, 8-K și Declarație de procură

Ca regulă generală, bancherul folosește documentele SEC pentru a obține informații financiare istorice pentru companii comparabile. Aceste informații financiare sunt utilizate pentru a determina vânzările istorice, profitul brut, EBITDA, EBIT și venitul net (și EPS) atât pe o bază anuală, cât și pe baza LTM. Documentele SEC sunt, de asemenea, sursa principală pentru alte elemente financiare cheie

cum ar fi datele bilanțului, cheltuielile de capital („capex"), acțiunile de bază în circulație, date despre opțiunile de acțiuni/warrants și informații despre elemente nerecurente. Documentele SEC pot fi obținute prin numeroase medii, inclusiv site-ul web corporativ al unei companii (de obicei printr-un link „Relații cu investitorii"), precum și EDGAR [16]și alte servicii de informații financiare.

10-K (Raport anual) 10-K este un raport anual depus la SEC de către un solicitant public al înregistrării, care oferă o imagine de ansamblu cuprinzătoare a companiei și a performanței sale în anul anterior. [17]Este necesar să conțină o listă exhaustivă de elemente de dezvăluire, inclusiv, dar fără a se limita la, o descriere detaliată a afacerii, discuții și analize ale managementului (MD&A), [18]situații financiare auditate [19]și date suplimentare, detalii privind datoria restantă, acțiuni de bază în circulație și date privind opțiunile de acțiuni/warrants. De asemenea, conține o abundență de alte informații pertinente despre companie și sectorul său, cum ar fi detalii despre segmentul de afaceri, clienți, piețele finale, concurență, perspectivă asupra oportunităților materiale (și provocărilor și riscurilor), evenimente recente semnificative și achiziții.

10-Q (Raport trimestrial) 10-Q este un raport trimestrial depus la SEC de către un solicitant public de înregistrare, care oferă o imagine de ansamblu asupra celui mai recent trimestru și a perioadei până la data de anul 2010 (YTD). [20]Este mai puțin cuprinzător decât 10-K, dar oferă situații financiare, precum și raporturi de gestionare referitoare la performanța financiară a companiei pentru cel mai recent trimestru și perioada YTD față de perioadele anului precedent. [21]10-Q oferă, de asemenea, cele mai recente informații privind numărul de acțiuni și poate conține, de asemenea, cele mai recente date privind opțiunile de

[15]First Call și Institutional Brokers' Estimate System (IBES) oferă estimări consensuale a analiștilor pentru mii de companii cotate la bursă. Atât First Call, cât și IBES sunt deținute de Thomson Reuters.

[16]Sistemul Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval (EDGAR) realizează automat colectarea, validarea, indexarea, acceptarea și transmiterea depunerilor de către companii și alte persoane care sunt obligate să depună formulare la SEC.

[17]Termenul limită de depunere a 10-K variază de la 60 la 90 de zile de la sfârșitul anului fiscal al unei companii, în funcție de mărimea capitalului său public.

[18]O secțiune din 10-K și 10-Q ale unei companii care oferă o discuție și o analiză a performanței financiare a perioadei anterioare de raportare. De asemenea, conține informații anticipative despre posibilele efecte viitoare ale evenimentelor, condițiilor și tendințelor cunoscute și necunoscute.

[19]Situațiile financiare într-un 10-K sunt auditate și certificate de un Contabil Public Autorizat (CPA) pentru a îndeplini cerințele SEC.

[20]Termenul limită de depunere a 10-Q variază între 40 și 45 de zile de la încheierea trimestrului fiscal al unei companii, în funcție de mărimea capitalului său public. 10-K, în loc de 10-Q, este depus după încheierea celui de-al patrulea trimestru fiscal al unei companii.

[21]Situațiile financiare din 10-Q ale unei companii sunt revizuite de un CPA, dar nu auditate.

acțiuni/warrants. Pentru informații financiare detaliate despre ultimul trimestru al anului fiscal al unei companii, bancherul se referă la 8-K care conține comunicatul de presă al câștigurilor din al patrulea trimestru care precede de obicei depunerea 10-K.

8-K (Raport curent) 8-K, sau raportul curent, este depus de către un solicitant public al înregistrării pentru a raporta apariția evenimentelor sau modificărilor corporative *semnificative* („eveniment declanșator") care sunt de importanță pentru acționari sau deținători de valori mobiliare. [22]În scopul

pregătirea compozițiilor de tranzacționare, evenimentele cheie care declanșează includ, dar nu se limitează la, anunțuri privind câștigurile, intrarea într-un acord definitiv de cumpărare/vânzare, [23]finalizarea unei achiziții sau dispoziții de active, tranzacții pe piața de capital și cerințele de dezvăluire ale Regulamentului FD. [24]8-K corespunzătoare acestor evenimente conțin adesea informații importante necesare pentru a calcula statisticile financiare actualizate, ratele și multiplii de tranzacționare ale unei companii care ar putea să nu fie reflectate în cele mai recente 10-K sau 10-Q (consultați „Ajustări pentru evenimente recente").

Declarație de procură O declarație de procură este un document pe care o companie publică îl trimite acționarilor săi înainte de o adunare a acționarilor, care conține informații semnificative cu privire la aspectele asupra cărora acționarii sunt așteptați să voteze. De asemenea, este depusă la SEC în Anexa 14A. În scopul răspândirii compensațiilor de tranzacționare, declarația anuală de proxy furnizează un număr de acțiuni de bază în circulație care poate fi mai recent decât cel conținut în cel mai recent 10-K sau 10-Q. După cum sa discutat anterior, declarația anuală de proxy conține, de obicei, un grup de egali sugerat în scopuri de benchmarking.

Cercetare de capitaluri proprii

Rapoarte de cercetare Rapoartele de cercetare de capitaluri proprii oferă estimări individuale ale analiștilor cu privire la performanța viitoare a companiei, care pot fi utilizate pentru a calcula multipli anticipați. Acestea includ, în general, estimări ale vânzărilor, EBITDA și/sau EBIT și EPS pentru trimestrele viitoare și perioada viitoare de doi sau trei ani (pe o bază anuală). Rapoartele mai cuprinzătoare oferă informații financiare estimative suplimentare din modelul analistului de cercetare, inclusiv elemente cheie din contul de profit și pierdere, bilanț și situația fluxului de numerar. Aceste rapoarte pot oferi, de asemenea, proiecții financiare segmentate, cum ar fi vânzările și EBIT la nivelul diviziei de afaceri.

Rapoartele de cercetare a acțiunilor oferă adesea comentarii asupra elementelor nerecurente și tranzacțiilor recente de fuziuni și achiziții și piețe de capital, care sunt utile pentru determinarea ajustărilor *pro forma* și normalizarea datelor financiare. Ele pot oferi, de asemenea, informații utile despre sector și piață, precum și să enumere în mod explicit punctul de vedere al analistului de cercetare asupra universului comparabil al companiei. Inițierea rapoartelor de cercetare de acoperire tind să fie mai cuprinzătoare decât rapoartele intermediare normale. Ca rezultat, este benefic să extragem aceste rapoarte pentru a obține informații financiare, de piață și concurente. Rapoartele de cercetare pot fi găsite prin diferite servicii de informații financiare cu abonament, cum ar fi FactSet, OneSource și Thomson Reuters.

Estimări consensuale Estimările cercetării consensuale pentru anumite statistici financiare sunt utilizate

[22]În funcție de evenimentul declanșator, 8-K este de obicei depus în termen de patru zile lucrătoare de la apariție.
[23]Contractul legal dintre un cumpărător și un vânzător care detaliază termenii și condițiile unei tranzacții de fuziuni și achiziții. Consultați Capitolul 6: Procesul de vânzare de fuziuni și achiziții pentru informații suplimentare.
[24]Regulamentul FD (Fair Disclosure) prevede că, atunci când un deținător public dezvăluie informații materiale care nu sunt publice anumitor persoane, așa cum sunt definite de SEC, trebuie să facă dezvăluirea publică a acestor informații, de obicei prin depunerea unui 8-K.

pe scară largă de către bancheri ca bază pentru calcularea multiplelor de tranzacționare prospective în compensațiile de tranzacționare. După cum sa discutat anterior, sursele primare pentru consens

estimările sunt First Call și IBES, care pot fi localizate prin Bloomberg, FactSet și Thomson Reuters, printre alte servicii de informații financiare. Bancherul alege în mod obișnuit o sursă sau cealaltă pentru a menține consistența pe parcursul analizei.[25]

Comunicate de presă și știri

O companie emite un comunicat de presă atunci când are ceva important de raportat publicului. Comunicatele de presă standard includ anunțuri privind câștigurile, declararea dividendelor și modificări de management, precum și tranzacții de fuziuni și achiziții și tranzacții pe piețele de capital . Anunțurile de câștig, care sunt însoțite de depunerea unui 8-K, sunt de obicei emise înainte de depunerea unui 10-K sau 10-Q. Prin urmare, bancherul se bazează pe datele financiare furnizate în anunțul de câștiguri pentru a actualiza în timp util compensațiile de tranzacționare. O companie poate, de asemenea, să lanseze o prezentare pentru investitori care să însoțească apelul său trimestrial privind câștigurile, care poate fi utilă pentru a identifica cu ușurință datele financiare cheie și pentru a obține culoare și comentarii suplimentare. În cazul în care anumite informații financiare nu sunt furnizate în comunicatul de presă privind câștigurile, bancherul trebuie să aștepte până la depunerea 10-K sau 10-Q pentru informații complete. Comunicatele de presă ale unei companii și articolele de știri recente sunt disponibile pe site-ul său corporativ, precum și prin Bloomberg, Factiva, LexisNexis și Thomson Reuters, printre altele.

Servicii de informare financiară

După cum sa discutat în această secțiune, serviciile de informații financiare sunt o sursă cheie pentru obținerea dosarelor SEC, rapoarte de cercetare, estimări de consens și comunicate de presă, printre altele. Ele sunt, de asemenea, sursa principală pentru informațiile actuale și istorice despre prețul acțiunilor companiei, care sunt esențiale pentru calcularea valorii capitalului propriu și determinarea prețului actual al acțiunilor unei companii ca procent din maximul său de 52 de săptămâni. Serviciile de informații financiare, cum ar fi Bloomberg, pot fi, de asemenea, obținute pentru a furniza informații despre ratingurile de credit ale unei companii. Dacă este practic, totuși, vă sugerăm să obțineți ratinguri de credit direct de pe site-urile web oficiale Moody's, S&P și Fitch pentru a asigura informații exacte și actualizate.[26]

Rezumatul surselor primare de date financiare

Figura 1.4 oferă un rezumat al surselor primare utilizate pentru a obține informațiile financiare necesare pentru a efectua tranzacții de tranzacționare.

[25]Odată ce o anumită sursă de estimări de consens este selectată, este important să se verifice estimările individuale pentru date învechite și valori aberante. De exemplu, dacă o companie a făcut recent o achiziție transformatoare, este posibil ca unii analiști să-și fi revizuit estimările în consecință, în timp ce alții nu. Bloomberg și alte surse permit bancherului să vadă estimările individuale (și data la care au fost postate), ceea ce permite identificarea și eliminarea estimărilor inconsecvente, după caz.

[26]Accesul la aceste site-uri web necesită un abonament.

Odată ce informațiile financiare necesare pentru fiecare dintre comparabile au fost găsite, acestea sunt introduse într-o pagină de intrare (a se vedea Anexa 1.5). [27] Acest exemplu de pagină de introducere

ANEXA 1.4 Rezumatul surselor primare de date financiare

Element de informare	Sursă
Date din declarația de venit	
Vânzări Profit Brut EBITDA [a] EBIT Venit net / EPS	Cel mai recent 10-K, 10-Q, 8-K, comunicat de presă
Estimări de cercetare	First Call sau IBES, rapoarte individuale de cercetare a capitalului propriu
Date bilanţiere	
Sold de numerar Soldurile datoriilor Capitaluri proprii	Cel mai recent 10-K, 10-Q, 8-K, comunicat de presă
Date privind situația fluxului de numerar	
Cheltuieli de capital pentru amortizare și amortizare	Cel mai recent 10-K, 10-Q, 8-K, comunicat de presă
Partajați date	
Acțiuni de bază în circulație	10-K, 10-Q sau declarație proxy, oricare dintre acestea este cea mai recentă
Date despre opțiuni și garanții	--- 10-K sau 10-Q, oricare dintre acestea este mai recent
Date de piață	
Date despre prețul acțiunilor	Serviciul de informații financiare
Evaluări de credit	Site-urile web ale agențiilor de rating, Bloomberg

[a] Ca măsură financiară non-GAAP (principii contabile general acceptate), EBITDA nu este raportat în contul de profit și pierdere al unui deținător public. Cu toate acestea, acestea pot fi dezvăluite ca informații suplimentare în dosarele publice ale companiei.

PASUL III. RĂSPÂNȘIȚI STATISTICILE CHEIE, RATIOSURI ȘI MULTIPLE DE TRANZACȚIONARE

EXHIBIT 1.5 Sample Comparable Company Input Page

Company A (NYSE:AAA)
Input Page
($ in millions, except per share data)

Business Description
[to come]

General Information

Company Name	Company A
Ticker	AAA
Stock Exchange	NYSE
Fiscal Year Ending	Dec-31
Moody's Corporate Rating	NA
S&P Corporate Rating	NA
Predicted Beta	1.00
Marginal Tax Rate	38.0%

Selected Market Data

Current Price	1/0/1900	-
% of 52-week High		*NA*
52-week High Price	1/0/1900	-
52-week Low Price	1/0/1900	-
Dividend Per Share (MRQ)		-
Fully Diluted Shares Outstanding		-
Equity Value		-
Plus: Total Debt		-
Plus: Preferred Stock		-
Plus: Noncontrolling Interest		-
Less: Cash and Cash Equivalents		-
Enterprise Value		-

Trading Multiples

	LTM 9/30/2008	NFY 2008E	NFY+1 2009E
EV/Sales	NA	NA	NA
Metric	-	-	-
EV/EBITDA	NA	NA	NA
Metric	-	-	-
EV/EBIT	NA	NA	NA
Metric	-	-	-
P/E	NA	NA	NA
Metric	-	-	-

LTM Return on Investment Ratios

Return on Invested Capital	-
Return on Equity	-
Return on Assets	-
Implied Annual Dividend Per Share	NA

LTM Credit Statistics

Debt/Total Capitalization	-
Total Debt/EBITDA	-
Net Debt/EBITDA	-
EBITDA/Interest Expense	-
(EBITDA-capex)/Interest Expense	-
EBIT/Interest Expense	-

Growth Rates

	Sales	EBITDA	EPS
Historical			
1-year	-	-	-
2-year CAGR	-	-	-
Estimated			
1-year	-	-	-
2-year CAGR	-	-	-
Long-term			-

Reported Income Statement

	Fiscal Year Ending December 31 2005A	2006A	2007A	Prior Stub 9/30/2007	Current Stub 9/30/2008	LTM 9/30/2008
Sales	-	-	-	-	-	-
COGS	-	-	-	-	-	-
Gross Profit	-	-	-	-	-	-
SG&A	-	-	-	-	-	-
Other Expense / (Income)	-	-	-	-	-	-
EBIT	-	-	-	-	-	-
Interest Expense	-	-	-	-	-	-
Pre-tax Income	-	-	-	-	-	-
Income Taxes	-	-	-	-	-	-
Noncontrolling Interest	-	-	-	-	-	-
Preferred Dividends	-	-	-	-	-	-
Net Income	-	-	-	-	-	-
Effective Tax Rate	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*
Weighted Avg. Diluted Shares	-	-	-	-	-	-
Diluted EPS	NA	NA	NA	NA	NA	NA

Adjusted Income Statement

	2005A	2006A	2007A	Prior Stub 9/30/2007	Current Stub 9/30/2008	LTM 9/30/2008
Reported Gross Profit	-	-	-	-	-	-
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-	-	-
Adj. Gross Profit	-	-	-	-	-	-
% margin	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*
Reported EBIT	-	-	-	-	-	-
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-	-	-
Other Non-recurring Items	-	-	-	-	-	-
Adjusted EBIT	-	-	-	-	-	-
% margin	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*
Depreciation & Amortization	-	-	-	-	-	-
Adjusted EBITDA	-	-	-	-	-	-
% margin	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*
Reported Net Income	-	-	-	-	-	-
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-	-	-
Other Non-recurring Items	-	-	-	-	-	-
Non-operating Non-rec. Items	-	-	-	-	-	-
Tax Adjustment	-	-	-	-	-	-
Adjusted Net Income	-	-	-	-	-	-
% margin	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*
Adjusted Diluted EPS	-	-	-	-	-	-

Cash Flow Statement Data

	2005A	2006A	2007A	Prior Stub 9/30/2007	Current Stub 9/30/2008	LTM 9/30/2008
Depreciation & Amortization	-	-	-	-	-	-
% sales	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*
Capital Expenditures	-	-	-	-	-	-
% sales	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*	*NA*

Notes
(1) [to come]
(2) [to come]
(3) [to come]
(4) [to come]

Balance Sheet Data

	2007A	9/30/2008
Cash and Cash Equivalents	-	-
Accounts Receivable	-	-
Inventories	-	-
Prepaids and Other Current Assets	-	-
Total Current Assets	-	-
Property, Plant and Equipment, net	-	-
Goodwill and Intangible Assets	-	-
Other Assets	-	-
Total Assets	-	-
Accounts Payable	-	-
Accrued Liabilities	-	-
Other Current Liabilities	-	-
Total Current Liabilities	-	-
Total Debt	-	-
Other Long-Term Liabilities	-	-
Total Liabilities	-	-
Noncontrolling Interest	-	-
Preferred Stock	-	-
Shareholders' Equity	-	-
Total Liabilities and Equity	-	-
Balance Check	*0.000*	*0.000*

Calculation of Fully Diluted Shares Outstanding

Basic Shares Outstanding	-
Plus: Shares from In-the-Money Options	-
Less: Shares Repurchased	-
Net New Shares from Options	-
Plus: Shares from Convertible Securities	-
Fully Diluted Shares Outstanding	-

Options/Warrants

Tranche	Number of Shares	Exercise Price	In-the-Money Shares	Proceeds
Tranche 1	-	-	-	-
Tranche 2	-	-	-	-
Tranche 3	-	-	-	-
Tranche 4	-	-	-	-
Tranche 5	-	-	-	-
Total	-		-	-

Convertible Securities

	Amount	Conversion Price	Conversion Ratio	New Shares
Issue 1	-	-	-	-
Issue 2	-	-	-	-
Issue 3	-	-	-	-
Issue 4	-	-	-	-
Issue 5	-	-	-	-
Total				-

este conceput pentru a ajuta bancherul în calcularea statisticilor financiare cheie, a ratelor și a multiplilor

pentru universul comparabile. [27]Datele paginii de intrare, la rândul lor, sunt introduse în foile de ieșire care sunt utilizate pentru compararea comparabilelor (a se vedea Anexele 1.53, 1.54 și 1.55).

În paginile care urmează, discutăm despre datele financiare afișate pe foaia de intrare exemplu, precum și despre calculele din spatele acestora. De asemenea, descriem mecanismele pentru calcularea statisticilor financiare LTM, calendarizarea datelor financiare ale companiei și ajustarea pentru elemente nerecurente și evenimente recente.

Calcularea statisticilor financiare cheie și a rapoartelor

În această secțiune, schițăm calculul statisticilor financiare cheie, ratelor și altor indicatori în conformitate cu cadrul de profil financiar introdus în Pasul I.

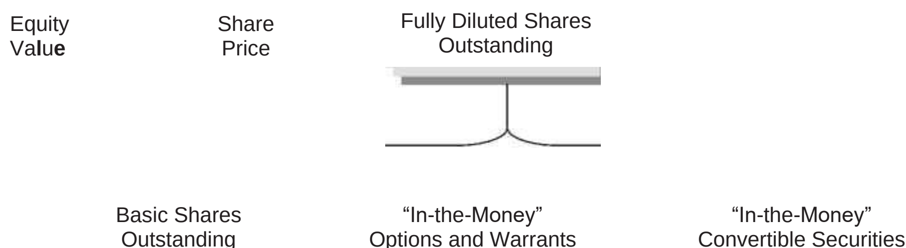
- Dimensiunea (evaluarea pieței: valoarea capitalului propriu și valoarea întreprinderii; și date financiare cheie: vânzări, profit brut, EBITDA, EBIT și venit net)
- Rentabilitatea (profit brut, EBITDA, EBIT și marje de venit net)
- Profil de creștere (rate de creștere istorice și estimate)
- Rentabilitatea investiției (ROIC, ROE, ROA și randamentul dividendelor)
- Profilul de credit (ratele de levier, ratele de acoperire și ratingurile de credit)

Dimensiune: Evaluare de piata

Valoarea capitalului propriu [28]. [29]Se calculează prin înmulțirea prețului curent al acțiunilor unei companii [30]cu acțiunile sale în circulație diluate complet (a se vedea Anexa 1.6).

[27]Acest șablon ar trebui ajustat, după caz, în conformitate cu compania/sectorul specific (a se vedea Anexa 1.33).
[28]Opțiunile de acțiuni sunt acordate angajaților ca formă de compensare fără numerar. Acestea oferă dreptul de a cumpăra (de a apela) acțiuni din acțiunile comune ale companiei la un preț stabilit (preț de exercițiu sau de „strike”) într-o anumită perioadă de timp. Opțiunile pe acțiuni ale angajaților sunt supuse unor perioade de maturizare care limitează numărul de acțiuni disponibile pentru exercitare conform unui program stabilit. Aceștia devin eligibili pentru a fi convertiți în acțiuni ordinare odată ce expiră perioada de exercițiu („exercitabile”). O opțiune este considerată „in-the-money” atunci când prețul acțiunilor companiei-suport depășește prețul de exercitare al opțiunii.
[29]Un warrant este un titlu de valoare emis în mod obișnuit împreună cu un instrument de datorie care dă dreptul cumpărătorului acelui instrument de a cumpăra acțiuni din acțiunile ordinare ale emitentului la un preț stabilit într-o anumită perioadă de timp. În acest context, warrant-urile servesc la atragerea interesului investitorilor (de obicei, ca „îndulcitor” detașabil) în clase mai riscante de titluri de valoare, cum ar fi obligațiunile non-investment grade și datoria mezanin, oferind o creștere a randamentului global al titlului.
[30]Pentru tranzacționarea compensațiilor, bancherul folosește de obicei prețul acțiunilor companiei de la închiderea zilei precedente ca bază pentru calcularea valorii capitalului propriu și a multiplilor de tranzacționare.

ANEXA 1.6 Calculul valorii capitalurilor proprii



În comparație cu alte companii, valoarea capitalului propriu oferă doar o măsură a - dimensiunii relative. Prin urmare, pentru o perspectivă asupra performanței absolute și relative a pieței - care este informativă pentru interpretarea multiplilor și evaluarea încadrată - bancherul analizează prețul actual al acțiunilor companiei ca un procent din maximul său de 52 de săptămâni. Aceasta este o măsură utilizată pe scară largă care oferă o perspectivă asupra evaluării și evaluează sentimentul și perspectivele actuale ale pieței atât pentru compania individuală, cât și pentru sectorul său mai larg. Dacă procentul unei anumite companii este semnificativ diferit de cel al colegilor săi, acesta este, în general, un indicator al problemelor specifice companiei (spre deosebire de aspecte specifice sectorului). De exemplu, este posibil ca o companie să fi ratat indicațiile privind câștigurile sau să fi avut performanțe slabe față de colegii săi în ultimul trimestru (trimestre). Poate fi, de asemenea, un semn al unor probleme mai înrădăcinate care implică management, operațiuni sau piețe specifice.

Calculul acțiunilor în circulație complet diluate Acțiunile diluate complet ale unei companii sunt calculate prin adăugarea numărului de acțiuni reprezentat de opțiunile sale în bani, warrant-uri și titluri convertibile la acțiunile sale de bază în circulație. [32]Cel mai recent număr de acțiuni de bază ale unei companii este de obicei obținut din prima pagină a 10-K sau 10-Q (oricare este cea mai recentă). În unele cazuri, totuși, cea mai recentă declarație de proxy poate conține date mai actualizate și, prin urmare, ar trebui utilizată în locul 10-K sau 10-Q. Cele mai recente informații despre opțiunile de acțiuni/warrants sunt obținute din ultimul 10-K al unei companii sau, în unele cazuri, 10-Q.

Acțiunile incrementale reprezentate de opțiunile și warrant-urile în bani ale unei companii sunt calculate în conformitate cu metoda acțiunilor de trezorerie (TSM). Acele acțiuni implicate de titlurile de valoare convertibile în bani și legate de acțiuni ale unei companii sunt calculate în conformitate cu metoda dacă sunt convertite sau cu decontarea netă a acțiunilor (NSS), după caz.

Opțiuni și warrants—Metoda acțiunilor de trezorerie TSM presupune că toate tranșele de opțiuni și warrant-uri în bani sunt exercitate la prețul lor de exercitare mediu ponderat, cu veniturile rezultate din opțiuni utilizate pentru răscumpărarea restante.

[32]Băncile de investiții și profesioniștii din domeniul finanțelor pot diferi în ceea ce privește dacă folosesc opțiuni și warrant-uri „respective" sau „exercisabile" în calculul acțiunilor în circulație diluate complet atunci când efectuează compensații de tranzacționare. Pentru conservatorism (adică, presupunând scenariul cel mai diluant), multe firme folosesc toate opțiunile și warrant-urile restante în bani, spre deosebire de pur și simplu exercitabile, deoarece reprezintă creanțe viitoare împotriva companiei.

acțiuni la prețul curent al acțiunilor companiei. Opțiunile și warrant-urile în bani sunt cele care au un preț de exercițiu mai mic decât prețul actual de piață al acțiunilor companiei-suport. Întrucât prețul de exercitare este mai mic decât prețul actual de piață, numărul de acțiuni răscumpărate este mai mic decât acțiunile suplimentare în circulație din opțiunile exercitate. Aceasta are ca rezultat o emisiune netă de acțiuni, care este dilutivă.

În Figura 1.7 oferim un exemplu de calcul al acțiunilor în circulație diluate complet folosind TSM.

ANEXA 1.7 Calculul acțiunilor în circulație complet diluate utilizând metoda acțiunilor de trezorerie

($ în milioane, cu excepția datelor pe acțiune; acțiuni în milioane)

Ipoteze	
Current Share Price	$20.00
Basic Shares Outstanding	100.0
In-the-Money Options	5.0
Weighted Average Exercise Price	$18.00

Calculation of Fully Diluted Shares Using the TSM		
Options Proceeds	$90.0	= In-the-Money Options x Exercise Price = 5.0 million x $18.00
/ Current Share Price	$20.00	
Shares Repurchased from Option Proceeds	**4.5**	= Options Proceeds / Current Share Price = $90.0 million / $20.00
Shares from In-the-Money Options	5.0	Current Share Price of $20.00 > $18.00 Exercise Price
Less: Shares Repurchased from Option Proceeds	(4.5)	
Net New Shares from Options	**0.5**	= In-the-Money Options - Shares Repurchased = 5.0 million - 4.5 million
Plus: Basic Shares Outstanding	100.0	
Fully Diluted Shares Outstanding	**100.5**	= Net New Shares from Options + Basic Shares Outstanding = 0.5 million + 100.0 million

După cum se arată în Figura 1.7, cele 5 milioane de opțiuni sunt în bani, deoarece prețul de exercitare de 18,00 USD este mai mic decât prețul actual al acțiunii de 20,00 USD. Aceasta înseamnă că deținătorii de opțiuni au dreptul să cumpere acțiunile companiei la 18,00 USD și să le vândă la 20,00 USD, realizând astfel diferența de 2,00 USD. Conform TSM, se presupune că cei 18,00 USD din venituri potențiale primite de companie sunt utilizați pentru a răscumpăra acțiuni care se tranzacționează în prezent la 20,00 USD. Prin urmare, numărul de acțiuni răscumpărate este de 90% (18,00 USD / 20,00 USD) din opțiuni sau 4,5 milioane de acțiuni în total (90% x 5 milioane). Pentru a calcula acțiunile noi nete, cele 4,5 milioane de acțiuni răscumpărate sunt scăzute din opțiuni de 5 milioane, rezultând 0,5 milioane. Aceste noi acțiuni sunt adăugate la acțiunile de bază ale companiei în circulație pentru a obține acțiuni diluate complet de 100,5 milioane.

Valori mobiliare convertibile și legate de acțiuni Titlurile de valoare convertibile și legate de acțiuni în circulație trebuie, de asemenea, luate în considerare în calculul acțiunilor în circulație diluate complet. Titlurile convertibile și cele legate de acțiuni reduc decalajul dintre datoria tradițională și capitalul propriu, prezentând caracteristicile ambelor. Acestea includ o gamă largă de instrumente, cum ar fi obligațiuni convertibile tradiționale cu plată în numerar, hibrizi convertibili, convertibile perpetue preferate și convertibile obligatorii.[33]

Această secțiune se concentrează pe obligațiunile convertibile tradiționale cu plată în numerar, deoarece este cea mai „vanilată” structură. O obligațiune convertibilă cu plata în numerar („convertire”) reprezintă un instrument de datorie direct și o opțiune de cumpărare a acțiunilor încorporate care prevede ca convertirea să fie schimbată într-un număr definit de acțiuni ale acțiunilor comune ale emitentului în anumite circumstanțe. Valoarea opțiunii de apel

[33]În timp ce volumul total de emisiuni pentru titlurile convertibile și legate de acțiuni este mai mic decât pentru instrumentele de datorie simple, acestea sunt relativ frecvente în anumite sectoare.

încorporate permite emitentului să plătească un cupon mai mic decât un instrument de datorie simplu cu același credit. Prețul de exercitare al opțiunii de cumpărare („prețul de conversie”), care reprezintă prețul acțiunilor la care s-ar emite acțiuni deținătorilor de obligațiuni dacă obligațiunile ar fi convertite, este de obicei stabilit la o primă față de prețul acțiunilor de bază ale companiei la momentul emiterii.

În scopul efectuării compensațiilor de tranzacționare, pentru a calcula acțiunile în circulație diluate complet, este o practică standard să se determine mai întâi dacă conversiile restante ale companiei sunt în bani, ceea ce înseamnă că prețul actual al acțiunilor este peste prețul de conversie. Conversiile cu plata în numerar în bani sunt convertite în acțiuni suplimentare, fie în conformitate cu metoda dacă sunt convertite, fie cu decontarea netă a acțiunilor, după caz. În schimb, convertiții în afara banilor rămân tratați ca datorii. Tratarea corectă a convertiților necesită o citire atentă a notelor de subsol relevante din 10-K sau prospectul companiei pentru titlu.

Metoda dacă convertit În conformitate cu metoda dacă este convertit, atunci când se - realizează compensații de tranzacționare, conversiile în bani sunt convertite în acțiuni suplimentare prin împărțirea sumei restante a conversiei la prețul său de conversie. [34]Odată - convertit, conversia este tratată ca capitaluri proprii și inclusă în calculul valorii capitalului propriu al companiei. Valoarea capitalului propriu reprezentată de conversie este calculată prin înmulțirea acțiunilor noi în circulație din conversie cu prețul curent al acțiunilor companiei. Prin urmare, convertitul trebuie exclus din calculul datoriei totale a companiei.

După cum se arată în Figura 1.8, deoarece prețul actual al acțiunilor companiei de 20,00 USD este mai mare decât prețul de conversie de 15,00 USD, determinăm că conversia de 150 de milioane USD este în bani. Prin urmare, suma restantă a conversiei este pur și simplu împărțită la prețul de conversie pentru a calcula noi acțiuni de 10 milioane (150 milioane USD / 15,00 USD). Noile acțiuni din conversie sunt apoi adăugate la acțiunile de bază ale companiei în circulație de 100 de milioane și acțiuni noi nete din opțiunile în bani de 0,5 milioane pentru a calcula acțiunile diluate complet în circulație de 110,5 milioane.

Conversia conversiilor în bani necesită, de asemenea, o ajustare în sus a venitului net al companiei pentru a ține cont de plățile pierdute ale cheltuielilor cu dobânzile asociate cuponului la conversie. Această sumă trebuie să fie impozitată înainte de a fi adăugată înapoi la venitul net. Prin urmare, în timp ce conversia este în mod obișnuit dilutivă EPS din cauza emisiunii suplimentare de acțiuni, venitul net este de fapt mai mare pe o bază pro forma.

ANEXA 1.8 Calculul acțiunilor în circulație complet diluate utilizând metoda dacă sunt convertite

($ în milioane, cu excepția datelor pe acțiune; acțiuni în milioane)

Ipoteze
Stoc

[34]În scopuri de raportare GAAP (de exemplu, pentru EPS și acțiunile în circulație complet diluate), metoda dacă este convertită cere emitenților să măsoare impactul diluant al titlului printr-un proces de două teste. În primul rând, emitentul trebuie să testeze titlul ca și cum ar fi o datorie în bilanțul său, cheltuielile declarate cu dobânzile reflectate în venitul net și acțiunile subiacente omise din numărul de acțiuni. În al doilea rând, emitentul trebuie să testeze titlul ca și cum ar fi convertit în capitaluri proprii, ceea ce implică excluderea cheltuielilor cu dobânzile din conversia în venitul net și includerea integrală a acțiunilor subiacente în numărul de acțiuni. La finalizarea celor două teste, emitentul este obligat să utilizeze cea mai dilutivă dintre cele două metodologii.

Prețul actual al acțiunilor Acțiuni de bază în circulație	USD	20,00 100,0
Convertibile		
Suma restante		150,0
Preț de conversie	USD	15,00

Dacă-Convertit		
Suma restante USD	150,0	= Suma restante / Preț de conversie = 150,0 milioane USD / 15,0 USD
/ Preț de conversie	15,00 USD	Calculat în Anexa 1.7
Acțiuni incrementale	**10.0**	
Plus: Acțiuni de bază în circulație	100,0	= Acțiuni noi din conversie + Acțiuni noi nete din Opțiuni + Acțiuni de bază în circulație = 10,0 milioane + 0,5 milioane + 100,0 milioane
Plus: Acțiuni noi nete din Opțiuni	0.5	
Acțiuni complet diluate în circulație	**110.5**	

Decontarea netă a acțiunilor Pentru conversiile emise cu o funcție [35]de contabilitate de decontare netă a acțiunilor , emitentului i se permite să satisfacă valoarea nominală (sau acumulată) a unei conversii în bani cu numerar la conversie. Doar valoarea reprezentată de excesul prețului actual al acțiunii față de prețul de conversie se presupune a fi decontată cu emiterea de acțiuni suplimentare, [36]ceea ce are ca rezultat mai puține emisiuni de acțiuni. Aceasta servește la limitarea efectelor dilutive ale conversiei prin acordarea emitentului de tratament contabil TSM.

După cum se arată în Figura 1.9, metoda dacă este convertită are ca rezultat cote incrementale de 10 milioane de acțiuni, în timp ce NSS are drept rezultat cote incrementale de numai 2,5 milioane. Calculul NSS este efectuat prin înmulțirea mai întâi a numărului de acțiuni subiacente în conversia a 10 milioane cu prețul curent al acțiunilor companiei de 20,00 USD pentru a determina valoarea conversiei implicite de 200 milioane USD. Distribuția de 50 de milioane USD dintre valoarea conversiei și valoarea nominală (200 milioane USD - 150 milioane USD) este apoi împărțită la prețul actual al acțiunii pentru a determina numărul de acțiuni incrementale din conversie de 2,5 milioane (50 milioane USD / 20,00 USD). [37]Valoarea nominală de 150 de milioane de dolari a convertitului

[35]În vigoare pentru anii fiscali care încep după 15 decembrie 2008, Consiliul pentru Standarde de Contabilitate Financiară (FASB) a pus în aplicare noi linii directoare pentru contabilitatea SNS. Aceste modificări bifurcă efectiv o conversie a SNS în componentele sale de datorii și capitaluri proprii, rezultând cheltuieli mai mari cu dobânzile raportate din cauza costului mai ridicat al datoriei. Cu toate acestea, noile orientări nu modifică calculul acțiunilor în circulație în conformitate cu TSM. Prin urmare, ar trebui să vă consultați cu un specialist în piețele de capital pentru îndrumări contabile privind conversiile în bani cu caracteristici NSS.

[36]Caracteristica NSS poate fi, de asemenea, structurată astfel încât emitentul să poată alege să deconteze valoarea de conversie în exces în numerar.

[37]Pe măsură ce prețul acțiunilor companiei crește, și cantitatea de acțiuni incrementale emise crește pe măsură ce diferența dintre conversie și valoarea nominală se mărește.

rămâne tratată ca datorie datorită faptului că emitentul are de obicei dreptul de a deconta această sumă în numerar.

ANEXA 1.9 Acțiuni incrementale din cazul convertirii față de decontarea netă a acțiunilor

($ în milioane, cu excepția datelor pe acțiune; acțiuni în milioane)

Dacă-Convertit		Decontarea netă a cotei	
Suma restante	150,0 USD	Suma restante	150,0 USD
/ Preț de conversie	15,00	/ Preț de conversie	15,00
Acțiuni incrementale	**10.0**	**Acțiuni incrementale**	**10.0**
		x Prețul curent al acțiunii	20,00
		Valoarea totală a conversiei	**200,0**
		Mai puțin: valoarea nominală a sumei	(150,0)
		Exces peste valoarea nominală	**50,0 USD**
		/ Prețul curent al acțiunii	20,00 USD
Acțiuni incrementale – Dacă sunt convertite	**10.0**	**Acțiuni incrementale – NSS**	**2.5**

= Exces peste valoarea nominală / prețul actual al acțiunii = 50,0 milioane USD / 20,00 USD

= Valoarea totală a conversiei - Valoarea nominală a amt. Afară. = 200,0 milioane USD - 150,0 milioane USD

= Acțiuni incrementale x Preț curent al acțiunii = 10,0 milioane x 20,00 USD

= Suma restante / Preț de conversie = 150,0 milioane USD / 15,00 USD

Valoarea întreprinderii Valoarea întreprinderii („valoarea totală a întreprinderii" sau „valoarea firmei") este suma tuturor participațiilor într-o companie și a creanțelor asupra activelor acesteia de la deținătorii de datorii și de acțiuni. După cum arată graficul din Figura 1.10, acesta este definit ca valoare a capitalului propriu + datorie totală + acțiuni preferate + dobândă fără control [38]– numerar și echivalente de numerar. Componenta valorii capitalurilor proprii este calculată pe o bază complet diluată.

ANEXA 1.10 Calculul valorii întreprinderii



Teoretic, valoarea întreprinderii este considerată independentă de structura capitalului, ceea ce înseamnă că modificările în structura capitalului unei companii nu afectează valoarea întreprinderii acesteia. De exemplu, dacă o companie ridică datorii suplimentare care sunt deținute în bilanț ca numerar, valoarea întreprinderii sale rămâne constantă, deoarece noua datorie este compensată de creșterea numerarului (adică, datoria netă rămâne aceeași, a se vedea Scenariul I din Figura 1.11).

[38]Cunoscută anterior sub denumirea de „interes minoritar", interesul fără control este o interes semnificativ, dar nemajoritar (mai puțin de 50%) în acțiunile cu drept de vot ale unei companii de către o altă companie sau un investitor. În vigoare pentru anii fiscali care încep după 15 decembrie 2008, FAS 160 a modificat contabilitatea și raportarea pentru interesul minoritar, care acum se numește interes fără control și poate fi găsit în secțiunea capitalurilor proprii din bilanțul unei companii. În contul de profit și pierdere, cota de venit a deținătorului interesului care nu controlează este scăzută din venitul net.

În mod similar, dacă o companie emite capitaluri proprii și folosește încasările pentru a rambursa datoria, valoarea capitalului propriu este compensată de scăderea datoriei pe o bază dolar pentru dolar (a se vedea Scenariul II din Figura 1.11). [39]Prin urmare, aceste tranzacții sunt neutre ale valorii întreprinderii.

FIȘA 1.11 Efectele modificărilor structurii capitalului asupra valorii întreprinderii

($ în milioane)

Scenariul I: Emiterea datoriilor	Real 2007	Ajustări +	-	Pro forma 2007
Valoarea capitalului propriu	750,0 USD			750,0 USD
Plus: Datoria totală	250,0	100,0		350,0
Plus: stoc preferat	35,0			35,0
Plus: interes fără control	15.0			15.0
Mai puțin: numerar și echivalente de	(50,0)		(100,0)	(150,0)
Valoarea întreprinderii	**1.000,0**			**1.000,0 USD**

($ în milioane)

Scenariul II: Emiterea de capitaluri proprii pentru rambursarea datoriilor	Real 2007	Ajustari +	-	Pro forma 2007
Valoarea capitalului propriu	750,0 USD	100,0		850,0 USD
Plus: Datoria totală	250,0		(100,0)	150,0
Plus: stoc preferat	35,0			35,0
Plus: interes fără control	15.0			15.0
Mai puțin: numerar și echivalente de	(50,0)			(50,0)
Valoarea întreprinderii	**1.000,0 USD**			**1.000,0 USD**

Atât în Scenariul I, cât și în II, valoarea întreprinderii rămâne constantă, în ciuda unei schimbări în structura capitalului companiei. Prin urmare, companiile similare ar fi de așteptat să aibă multipli consecvenți ai valorii întreprinderii, în ciuda diferențelor în structura capitalului. O excepție notabilă se referă la companiile cu un grad ridicat de levier, care pot tranzacționa cu o reducere față de colegii lor, din cauza riscului mai mare perceput de dificultăți financiare.[40] și potențialele constrângeri ale creșterii.

Dimensiune: Date financiare cheie

- **Vânzările** (sau veniturile) sunt primul element rând, sau „linia de sus”, dintr-o declarație de venit. Vânzările reprezintă suma totală în dolari realizată de o companie prin vânzarea produselor și serviciilor sale într-o anumită perioadă de timp. Nivelurile și tendințele vânzărilor sunt un factor cheie în determinarea poziționării relative a unei companii în rândul colegilor săi. Toate celelalte fiind egale, companiile cu volume de vânzări mai mari tind să facă acest lucru

beneficiază de scară, cotă de piață, putere de cumpărare și profil de risc mai scăzut și sunt

[39]Aceste scenarii ilustrative ignoră taxele de finanțare asociate cu emiterea de datorii și acțiuni, precum și costurile potențiale de spargere asociate cu rambursarea datoriilor. Consultați Capitolul 4: Cumpărări cu efect de levier pentru informații suplimentare.

[40]Circumstanțele în care o companie nu își poate îndeplini obligațiile de credit sau se luptă să își îndeplinească obligațiile de credit, care de obicei duc la întrerupere, insolvență sau faliment. Pe măsură ce riscul perceput de dificultăți financiare crește, valoarea capitalului propriu scade în mod corespunzător.

adesea recompensați de piață cu o evaluare premium în raport cu cei mai mici.

- **Profitul brut** , definit ca vânzări minus costul mărfurilor vândute (COGS), [41]este profitul obținut de o companie după scăderea costurilor direct legate de producția produselor și serviciilor sale. Ca atare, este un indicator cheie al eficienței operaționale și al puterii de stabilire a prețurilor și este de obicei exprimat ca procent din vânzări în scopuri analitice (marja profitului brut, vezi Anexa 1.12). De exemplu, dacă o companie vinde un produs cu 100,00 USD și acel produs costă 60,00 USD în materiale, producție și forță de muncă directă pentru producție, atunci profitul brut pe acel produs este de 40,00 USD și marja de profit brută este de 40%.
- **EBITDA (** câștigurile înainte de dobânzi, impozite, depreciere și amortizare) este o măsură importantă a profitabilității. Deoarece EBITDA este o măsură financiară non-GAAP și, de obicei, nu este raportată de agenții publici, acesta este în general calculat luând EBIT (sau venitul/profitul din exploatare, așa cum se raportează adesea în contul de profit și pierdere) și adăugând înapoi amortizarea și amortizarea (D&A) așa cum este sursă din situația fluxului de numerar. [42]EBITDA este un indicator larg utilizat pentru fluxul de numerar operațional, deoarece reflectă costurile operaționale în numerar totale ale companiei pentru producerea produselor și serviciilor sale. În plus, EBITDA servește ca un mijloc echitabil de comparație „mere-la-mere" între companiile din același sector, deoarece nu prezintă diferențe rezultate din structura capitalului (adică, cheltuielile cu dobânzile) și regimul fiscal (adică, cheltuielile cu impozitele).
- **EBIT (** câștigurile înainte de dobânzi și impozite) este adesea același cu venitul din exploatare, profitul din exploatare sau venitul din operațiuni raportate [43]în contul de profit și pierdere găsit în dosarele SEC ale unei companii. La fel ca EBITDA, EBIT este independent de regimul fiscal și servește ca o măsură utilă pentru compararea companiilor cu structuri de capital diferite. Este, totuși, mai puțin indicativ ca măsură a fluxului de numerar operațional decât EBITDA, deoarece include cheltuieli fără numerar pentru D&A. Mai mult, D&A reflectă discrepanțe între diferitele companii în ceea ce privește cheltuielile de capital și/sau politica de amortizare, precum și istoricul achizițiilor (amortizare).
- **Venitul net** („câștigul" sau „rezultatul de jos") este profitul rezidual după ce toate cheltuielile unei companii au fost compensate. Venitul net poate fi văzut, de asemenea, ca câștigurile disponibile deținătorilor de acțiuni odată ce toate obligațiile companiei au fost îndeplinite (de exemplu, către furnizori, vânzători, furnizori de servicii, angajați, utilități, locatori, creditori, trezorerii de stat și locale). Wall Street tinde să vadă venitul net pe acțiune (adică EPS).

[41]COGS, așa cum este raportat în contul de profit și pierdere, poate include sau exclude D&A, în funcție de societatea de depunere. Dacă D&A este exclus, acesta este raportat ca un element rând separat în contul de profit și pierdere.
[42]În cazul în care o companie raportează D&A ca un element rând separat în contul de profit și pierdere (adică, defalcat separat de COGS și SG&A), EBITDA poate fi calculat ca vânzări minus COGS minus SG&A.
[43]EBIT poate diferi de venitul/profitul din exploatare datorită includerii veniturilor generate în afara domeniului de aplicare al operațiunilor de afaceri obișnuite ale unei companii („alte venituri").

Rentabilitatea

- **Marja profitului brut** („marja brută”) măsoară procentul de vânzări rămas după scăderea COGS (a se vedea Anexa 1.12). Este determinat de costul direct pe unitate al unei companii, cum ar fi materialele, producția și forța de muncă directă implicată în producție. Aceste costuri sunt, de obicei, în mare măsură variabile, spre deosebire de cheltuielile generale ale companiei, care sunt de natură mai fixă. [44]În mod ideal, companiile caută să-și mărească marja brută printr-o combinație de aprovizionare/achiziție îmbunătățită de materii prime și putere sporită de stabilire a prețurilor, precum și prin îmbunătățirea eficienței instalațiilor și proceselor de producție.

ANEXA 1.12 Marja de profit brut

Gross Profit Margin	Profit brut (Vânzări – COGS) Sales

- **EBITDA** și **marja EBIT** sunt standarde acceptate pentru măsurarea profitabilității operaționale a unei companii (a se vedea Anexa 1.13). În consecință, acestea sunt utilizate pentru a încadra performanța relativă atât între companii similare, cât și între sectoare.

EXHIBITUL 1.13 EBITDA și Marja EBIT

EBITDA Margin	EBITDA Sales	EBIT Margin	EBIT Sales

- **Marja venitului net** măsoară profitabilitatea globală a unei companii, spre deosebire de profitabilitatea operațională a acesteia (a se vedea Figura 1.14). Este net de cheltuielile cu dobânzile și, prin urmare, este afectat de structura capitalului. Ca urmare, companiile cu marje operaționale similare pot avea marje de venit net substanțial diferite din cauza diferențelor de levier. În plus, deoarece venitul net este afectat de impozite, companiile cu marje operaționale similare pot avea marje de venit net diferite din cauza ratelor de impozitare diferite.

ANEXA 1.14 Marja de venit net

Net Income Margin	Net Income Sales

[44] Costurile *variabile* se modifică în funcție de volumul bunurilor produse și includ articole precum materiale, forță de muncă directă, transport și utilități. Costurile *fixe* rămân mai mult sau mai puțin constante, indiferent de volum și includ elemente precum cheltuieli de închiriere, publicitate și marketing, asigurări, cheltuieli generale corporative și salarii administrative. Aceste costuri sunt, de obicei, înscrise în elementul rând SGA (sau echivalent) din contul de profit și pierdere.

Profil de creștere

Profilul de creștere al unei companii este un factor critic de valoare. În evaluarea profilului de creștere al unei companii, bancherul analizează în mod obișnuit ratele de creștere istorice și viitoare estimate, precum și ratele de creștere anuale compuse (CAGR) pentru statistici financiare selectate (a se vedea Anexa 1.15).

FIȘA 1.15 Rate de creștere istorice și estimate ale EPS diluat

	An fiscal încheiat la 31 decembrie						
	2005A	2006A	2007A	CAGR ('05 - '07)	2008E	2009E	CAGR ('07 - '09)
EPS diluat USD	1,00 USD	1,15	1,30 USD	*14,0%*	1,50 USD	1,65 USD	*12,7%*
% creștere		*15,0%*	*13,0%*		*15,4%*	*10,0%*	
Rata de creștere pe termen lung							*12,0%*

= (Valoarea finală / Valoarea inițială) ^ (1 / Anul final - Anul început) - 1
= (1,30 USD / 1,00 USD) ^ (1 / (2007 - 2005)) - 1

Sursa: Estimări de consens

Datele istorice anuale EPS sunt, de obicei, obținute direct de la 10-K al unei companii sau de la un serviciu de informații financiare care generează dosarele SEC. Ca și în cazul calculului oricărei statistici financiare, EPS istoric trebuie ajustat pentru ca elementele nerecurente să fie semnificative. Datele care servesc drept bază pentru [45]ratele de creștere a EPS proiectate pe 1 an, 2 ani și pe termen lung ale unei companii sunt, în general, obținute din estimări consensuale.

Rentabilitatea investiției

- **Rentabilitatea capitalului investit (ROIC)** măsoară randamentul generat de tot capitalul furnizat unei companii. Ca atare, ROIC utilizează o statistică privind câștigurile înainte de dobândă în numărător, cum ar fi EBIT sau EBIT fiscal (cunoscut și sub numele de NOPAT sau EBIAT) și o valoare care înregistrează atât datoria, cât și capitalul propriu în numitor (a se vedea Figura 1.16). Numitorul este de obicei calculat pe o bază medie (de exemplu, media soldurilor din perioadele anuale anterioare și cele mai recente).

ANEXA 1.16 Randamentul capitalului investit

$$\text{ROIC} \quad \frac{\text{EBIT}}{\text{Datoria netă medie + capital propriu}}$$

- **Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)** măsoară randamentul generat din capitalul propriu furnizat unei companii de către acționarii acesteia. Ca urmare, ROE încorporează o metrică a câștigurilor net de cheltuielile cu dobânzile, cum ar fi venitul net, în numărător și capitalul propriu al acționarilor medii la numitor (a se vedea Figura 1.17). ROE este un indicator important al performanței, deoarece companiile se concentrează intens pe randamentul acționarilor.

[45]Reprezintă o estimare pe o perioadă de trei până la cinci ani a creșterii anuale a EPS, așa cum este raportată de analiștii de cercetare a acțiunilor.

ANEXA 1.17 Randamentul capitalului propriu

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Average Shareholders' Equity}}$$

- **Return on assets (ROA)** measures the return generated by a company's asset base, thereby providing a barometer of the asset efficiency of a business. ROA typically utilizes net income in the numerator and average total assets in the denominator (see Exhibit 1.18).

EXHIBIT 1.18 Return on Assets

$$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Average Total Assets}}$$

- **Dividend yield** is a measure of returns to shareholders, but from a different perspective than earnings-based ratios. Dividend yield measures the annual dividends per share paid by a company to its shareholders (which can be distributed either in cash or additional shares), expressed as a percentage of its share price. Dividends are typically paid on a quarterly basis and, therefore, must be annualized to calculate the implied dividend yield (see Exhibit 1.19).[46] For example, if a company pays a quarterly dividend of $0.05 per share ($0.20 per share on an annualized basis) and its shares are currently trading at $10.00, the dividend yield is 2% (($0.05 x 4 payments) / $10.00).

EXHIBIT 1.19 Implied Dividend Yield

$$\text{Implied Dividend Yield} = \frac{\text{Most Recent Quarterly Dividend Per Share} \times 4}{\text{Current Share Price}}$$

Credit Profile

Leverage Leverage refers to a company's debt level. It is typically measured as a multiple of EBITDA (e.g., debt-to-EBITDA) or as a percentage of total capitalization (e.g., debt-to-total capitalization). Both debt and equity investors closely track a company's leverage as it reveals a great deal about financial policy, risk profile, and capacity for growth. As a general rule, the higher a company's leverage, the higher its risk of financial distress due to the burden associated with greater interest expense and principal repayments.

[46]Not all companies choose to pay dividends to their shareholders.

- **Datoria-EBITDA** descrie raportul dintre datoria unei companii și EBITDA-ul acesteia, cu un multiplu mai mare conotă un efect de pârghie mai mare (a se vedea Figura 1.20). În general, este calculată pe baza statisticilor financiare LTM. Există mai multe variații ale acestui raport, inclusiv datoria totală la EBITDA, datoria garantată senior la EBITDA, datoria netă la EBITDA și datoria totală la (EBITDA minus capex). Deoarece EBITDA este de obicei folosit ca un indicator aproximativ pentru fluxul de numerar operațional, acest raport poate fi privit ca o măsură a câți ani de fluxuri de numerar ale unei companii sunt necesari pentru a-și rambursa datoria.

ANEXA 1.20 Raportul de levier

Leverage = Debt / EBITDA

- **Capitalizarea datoriei la total** măsoară datoria unei companii ca procent din capitalizarea sa totală (datorie + acțiuni preferate + dobândă fără control + capitaluri proprii) (a se vedea Figura 1.21). Acest raport poate fi calculat pe baza valorilor contabile sau de piață în funcție de situație. Ca și în cazul datoriei-EBITDA, o rată mai mare a datoriei-capitalizarea totală conotă niveluri mai ridicate ale datoriei și riscul de dificultăți financiare.

ANEXA 1.21 Raportul de capitalizare

Debt-to-Total Capitalization =

Datorie + Acțiuni preferate + Dobândă fără control + Capital propriu

Acoperirea este un termen larg care se referă la capacitatea unei companii de a-și îndeplini („acoperi”) obligațiile privind cheltuielile cu dobânzile. Ratele de acoperire sunt în general compuse dintr-o statistică financiară care reprezintă fluxul de numerar operațional (de exemplu, EBITDA LTM) la numărător și cheltuielile cu dobânzile LTM la numitor. Există mai multe variații ale ratei de acoperire, inclusiv EBITDA-cheltuieli cu dobânzi, (EBITDA minus capitalul)-cheltuieli cu dobânzi și EBIT-cheltuieli cu dobânzi (a se vedea Figura 1.22). În mod intuitiv, cu cât rata de acoperire este mai mare, cu atât compania este mai bine poziționată pentru a-și onora obligațiile de datorie și, prin urmare, cu atât profilul său de credit este mai puternic.

ANEXA 1.22 Rata de acoperire a dobânzii

Interest Coverage Ratio

Interest Expense

EBITDA, (EBITDA – Capex) sau EBIT

Evaluări de credit Un rating de credit este o evaluare[47] de către o agenție de rating independentă a capacității și dorinței unei companii de a efectua plăți complete și la timp ale sumelor datorate pentru obligațiile sale de datorie. Evaluările de credit sunt de obicei necesare companiilor care doresc să obțină finanțare prin datorii pe piețele de capital, deoarece doar o clasă limitată de investitori va participa la o ofertă de datorii corporative fără un rating de credit atribuit pentru noua emisiune.[48]

Cele trei agenții de rating de credit principale sunt Moody's, S&P și Fitch. Aproape fiecare emitent de datorie publică primește un rating de la Moody's, S&P și/sau Fitch. Moody's folosește o scară alfanumerică, în timp ce S&P și Fitch folosesc ambele un sistem alfabetic combinat cu plusuri (+) și minusuri (—) pentru a evalua bonitatea unui emitent. Scalele de rating ale agențiilor de rating primare sunt prezentate în Figura 1.23.

ANEXA 1.23 Scalele de rating ale agențiilor de rating primare

Moody's	S&P	Fitch	Definiţie
Aaa	AAA	AAA	Cea mai înaltă calitate
Aa1	AA+	AA+	
Aa2	AA	AA	Calitate foarte înaltă
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	
A2	O	O	Calitate superioară
A3	O-	O-	
Baa1	BBB+	BBB+	
Baa2	BBB	BBB	Grad mediu
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	
Ba2	BB	BB	Speculativ
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	
B2	B	B	Foarte speculativ
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC+	
Caa2	CCC	CCC	Risc substanțial
Caa3	CCC-	CCC-	
Ca	CC	CC	
C	C	C	Extrem de speculativ /
-	D	D	Implicit

Concepte și calcule financiare suplimentare

Calculul datelor financiare LTM. Depozitorii publici din SUA sunt obligați să-și raporteze performanța financiară trimestrial, inclusiv un raport pe întregul an depus la sfârșit.

[47]Agențiile de rating oferă opinii, dar nu efectuează audituri.

[48]Ratingurile sunt evaluate pe emitent (evaluări de credit corporative), precum și pe instrumentele de datorie individuale (ratinguri facilitate).

a anului fiscal. Prin urmare, pentru a măsura performanța financiară pentru cea mai recentă perioadă anuală sau LTM, sunt însumate rezultatele financiare ale companiei pentru ultimele patru trimestre. Aceste informații financiare provin din cele mai recente 10-K și 10-Q ale companiei, după caz. După cum sa discutat anterior, totuși, înainte de depunerea 10-Q sau 10-K, companiile emit de obicei un comunicat de presă detaliat privind câștigurile într-un 8-K cu datele financiare necesare pentru a ajuta la calcularea performanței LTM. Prin urmare, ar putea fi adecvat să folosiți anunțul de câștig al unei companii pentru a actualiza în timp util compensațiile de tranzacționare.

După cum ilustrează formula din Figura 1.24, situațiile financiare LTM sunt de obicei calculate prin luarea datelor financiare complete ale anului fiscal anterior, adăugând datele financiare YTD pentru perioada curentă a anului („stub curent”) și apoi scăzând datele financiare YTD din anul anterior („stub anterior”).

ANEXA 1.24 Calculul datelor financiare LTM

LTM	Prior Fiscal Year	Current Stub	Prior Stub

În cazul în care cel mai recent trimestru este al patrulea trimestru al anului fiscal al unei companii, nu sunt necesare calcule LTM, deoarece întregul an fiscal anterior (așa cum este raportat) servește drept perioadă LTM. Figura 1.25 prezintă un calcul ilustrativ pentru vânzările LTM ale unei anumite companii pentru perioada încheiată la 30.9.08.

EXHIBIT 1.25 Calculation of LTM 9/30/08 Sales

($ in millions)

	Fiscal Year Ending December 31						
	2007				2008		
	Q1 3/31	Q2 6/30	Q3 9/30	Q4 12/31	Q1 3/31	Q2 6/30	Q3 9/30
		$750				$850	
Prior Fiscal Year							
Plus: Current Stub							
Less: Prior Stub							
Last Twelve Months							
		$600					
			1.000 USD				

Calendarizarea datelor financiare Majoritatea declaranților publici din SUA își raportează performanța financiară în conformitate cu un an fiscal (FY) care se încheie la 31 decembrie, care corespunde sfârșitului anului calendaristic (CY). Unele companii, totuși, raportează cu un program diferit (de exemplu, un an fiscal care se încheie pe 30 aprilie). Orice variație a sfârșitului de an fiscal între companii comparabile trebuie abordată în scopuri de benchmarking. În caz contrar, multiplii de tranzacționare se vor baza pe date financiare pentru perioade diferite și, prin urmare, nu vor fi cu adevărat „comparabili”.

Pentru a ține cont de variațiile sfârșitului de an fiscal între companii comparabile, situația financiară a fiecărei companii este ajustată pentru a se conforma la sfârșitul anului calendaristic pentru a produce o bază „curată” pentru comparație, un proces cunoscut sub numele de „calendarizare”. Acesta este un exercițiu algebric relativ simplu, așa cum este ilustrat de formula din

Figura 1.26, folosită pentru a calendariza proiecția vânzărilor pentru anul fiscal al unei companii pentru a produce o proiecție a vânzărilor în anul calendaristic.[49]

ANEXA 1.26 Calendarizarea datelor financiare

Next Calendar Year (CY) Sales (Month #) × (FYA Sales) / 12 (12 – # luni) × (Vânzări NFY) + / 12

Notă: „Luna #" se referă la luna în care se încheie anul fiscal al companiei (de exemplu, Luna # pentru o companie cu un an fiscal care se încheie pe 30 aprilie ar fi 4). FYA = anul fiscal actual și NFY = anul fiscal următor.

Figura 1.27 oferă un calcul ilustrativ pentru calendarizarea vânzărilor estimate (E) ale unei companii pentru anul calendaristic 2008, presupunând un an fiscal care se încheie la 30 aprilie.

ANEXA 1.27 Calendarizarea vânzărilor

($ în milioane)	FY 30.04.2008A	FY 30.04.2009E
	1.000 USD	1.150 USD
FY 30/04/08A x (12/4)		
FY 30/04/09E x (8/12)		
CY 31/12/08E		
	1.100 USD	

Ajustări pentru elemente nerecurente Pentru a evalua performanța financiară a unei companii pe o bază „normalizată", este o practică standard să ajustați datele financiare raportate pentru elementele nerecurente, un proces cunoscut sub numele de „scrubbing" sau „igienizare" a datelor financiare. Nerespectarea acestui lucru poate duce la calcularea ratelor și a multiplilor înșelătoare, care, la rândul lor, pot produce o viziune distorsionată asupra evaluării. Aceste ajustări implică adăugarea sau eliminarea costurilor și, respectiv, câștigurilor unice, pentru a crea o imagine mai indicativă asupra performanței companiei în curs. Cheltuielile obișnuite includ cele suportate pentru evenimente de restructurare (de exemplu, închiderea de magazine/fabricate și reducerea numărului de personal), pierderi din vânzările de active, modificări ale principiilor contabile, anulări de stocuri, deprecierea fondului comercial, stingerea datoriilor și pierderi din soluționările litigiilor, printre altele. Beneficiile tipice includ câștiguri din vânzările de active, soluții favorabile ale litigiilor și ajustări fiscale, printre altele.

Elementele nerecurente sunt adesea descrise în secțiunea MD&A și în notele financiare de subsol din dosarele publice ale unei companii (de exemplu, 10-K și 10-Q) și anunțurile privind veniturile . Aceste elemente sunt adesea descrise în mod explicit ca „nerecurente", „extraordinare", „neobișnuite" sau „o singură dată". Prin urmare, bancherul este încurajat să pieptene electronic

versiuni ale dosarelor publice ale companiei și ale anunțurilor privind veniturile utilizând căutări de cuvinte pentru aceste adjective. Adesea, costurile sau beneficiile nerecurente sunt defalcate

[49]Dacă sunt disponibile, estimările trimestriale ar trebui folosite ca bază pentru calendarizarea proiecțiilor financiare.

în mod explicit ca elemente rând separate în contul de profit și/sau venituri raportat al unei companii și/sau în situația fluxului de numerar. Rapoartele de cercetare pot fi utile în identificarea acestor elemente, oferind, de asemenea, comentarii colorate asupra motivului pentru care au apărut.

În multe cazuri, totuși, bancherul trebuie să își exercite discreția dacă o anumită taxă sau beneficiu este nerecurentă sau face parte din operațiunile normale de afaceri. Această determinare este uneori relativ subiectivă, agravată și de faptul că anumite evenimente pot fi considerate nerecurente pentru o companie, dar obișnuite pentru alta. De exemplu, o companie farmaceutică generică se poate găsi frecvent în instanță din cauza proceselor intentate de marii producători de medicamente legate de contestarea brevetelor. În acest caz, cheltuielile asociate cu un proces nu trebuie neapărat tratate ca nerecurente, deoarece aceste cheltuieli juridice sunt o parte normală a operațiunilor în curs. În timp ce serviciile de informații financiare, cum ar fi Capital IQ, oferă o defalcare a ajustărilor recomandate care pot fi utile în identificarea potențialelor elemente nerecurente, în cele din urmă bancherul ar trebui să își exercite raționamentul profesional.

La ajustarea pentru elemente nerecurente, este important să se facă distincția între sumele înainte de impozitare și cele după impozitare. Pentru o taxă de restructurare înainte de impozitare, de exemplu, suma totală este pur și simplu adăugată înapoi pentru a calcula EBIT și EBITDA ajustate. Pentru a calcula venitul net ajustat, totuși, taxa de restructurare înainte de impozitare trebuie să fie aplicată fiscal [50]înainte de a fi adăugată înapoi. În schimb, pentru sumele după impozitare, suma dezvăluită este pur și simplu adăugată înapoi la venitul net, dar trebuie să fie „încasată” la cota de impozitare a companiei (t) (adică, împărțită la (1 – t)) înainte de a fi adăugată înapoi la EBIT și EBITDA.

Figura 1.28 oferă o declarație ilustrativă a veniturilor pentru anul fiscal 2007, așa cum ar putea apărea într-un 10-K. Să presupunem că notele corespunzătoare la aceste situații financiare menționează că compania a înregistrat costuri unice legate de o reducere a stocurilor (5 milioane USD înainte de impozitare) și cheltuieli de restructurare din reducerea forței de vânzări (10 milioane USD înainte de impozitare). Cu condiția să fim siguri că aceste taxe sunt cu adevărat nerecurente, ar trebui să normalizăm statisticile de câștig ale companiei în consecință pentru aceste elemente, pentru a ajunge la EBIT, EBITDA și EPS diluat ajustate.

După cum se arată în Figura 1.29, pentru a calcula EBIT și EBITDA ajustat, adăugăm înapoi costurile complete înainte de impozitare de 5 milioane USD și 10 milioane USD (15 milioane USD în total). Aceasta oferă EBIT ajustat de 150 USD și EBITDA ajustat de 200 milioane USD. Pentru a calcula venitul net ajustat și EPS diluat, totuși, cheltuiala cu impozitul pe câștigurile suplimentare de 15 milioane USD înainte de impozitare trebuie scăzută. Presupunând o rată de impozitare marginală de 40%, calculăm o cheltuială fiscală de 6 milioane USD și un venit net suplimentar de 9 milioane USD

[50]În cazul în care notele de subsol de depunere la SEC nu oferă detalii despre sumele după impozitare ale unor astfel de ajustări, bancherul utilizează de obicei rata de impozitare marginală. Rata de impozitare marginală pentru corporațiile din SUA este rata la care o companie trebuie să plătească impozite federale, de stat și locale. Cea mai mare rată federală a impozitului pe venit corporativ pentru corporațiile din SUA este de 35%, taxele de stat și locale adăugând de obicei încă 2% până la 5% sau mai mult (în funcție de stat). Majoritatea companiilor publice își dezvăluie cotele fiscale federale, de stat și locale în 10-K în notele la situațiile lor financiare.

ANEXA 1.28 Declarația de venit raportată

($ în milioane, cu excepția datelor pe acțiune)

Declarația de venit	**Raportat 2007**
Vânzări	**1.000,0 USD**
Costul mărfurilor vândute	625,0
Profit Brut	**375,0**
Vanzare, General & Administrativ	230,0
Taxe de restructurare	10.0
Venit din exploatare (EBIT)	**135,0**
Cheltuiala cu dobanda	35,0
Venit înainte de impozitare	**100,0**
Impozite pe venit	40,0
Venitul net	**60,0 USD**
Media ponderată Acțiuni diluate	30,0
EPS diluat	2,00

(15 milioane USD – 6 milioane USD). Cele 9 milioane USD sunt adăugate la venitul net raportat, rezultând un venit net ajustat de 69 milioane USD. Apoi împărțim cele 69 de milioane USD la media ponderată a acțiunilor diluate în circulație de 30 de milioane pentru a calcula EPS diluat ajustat de 2,30 USD.

ANEXA 1.29 Declarația de venit ajustată

($ în milioane, cu excepția datelor pe

Declarația de venit

Ajustări raportate Ajustate 2007		+	–	2007	
Vânzări	**1.000,0 USD**			**1.000,0 USD**	Deprecierea stocurilor
Costul mărfurilor vândute	625,0		(5,0)	620,0	
Profit brut	**375,0 USD**			**380,0 USD**	
Vanzare, general si administrativ	230,0			230,0	
Taxe de restructurare	10.0		(10,0)	-	Taxa de restructurare legată de indemnizația de la reducerea personalului de vânzări
Venit din exploatare (EBIT)	**135,0 USD**			**150,0**	
Cheltuieli cu dobânzile	35,0			35,0	
Venit înainte de impozitare	**100,0 USD**			**115,0**	
Impozite pe venit	40,0	6,0		46,0	= (Deprecierea stocului + taxa de restructurare) x Rata marginală de impozitare = (5,0 milioane USD + 10,0 milioane USD) x 40,0%
Venit net	**60,0 USD**			**69,0 USD**	
Venit din exploatare (EBIT)	135,0 USD			150,0	
Amortizare și amortizare	50,0			50,0	D&A provine de obicei din situația fluxului de numerar al unei companii, deși uneori este ruptă scos în declarația de venit
EBITDA	**185,0 USD**			**200,0**	
Media ponderată Acțiuni diluate	30,0			30,0	
EPS diluat	2,00 USD			2,30 USD	

Supliment de 15,0 milioane USD din totalul

Ajustări pentru evenimente recente În normalizarea situațiilor financiare ale unei companii, bancherul trebuie, de asemenea, să facă ajustări pentru evenimente recente, cum ar fi tranzacții de fuziuni și achiziții, activități de finanțare, conversie de titluri convertibile, divizări de acțiuni sau răscumpărări de acțiuni între perioadele de raportare. Prin urmare, înainte de a efectua tranzacții compensatorii, bancherul

verifică documentele SEC ale companiei (de exemplu, 8-K, declarații de înregistrare/prospecte [51]) și comunicatele de presă din cea mai recentă perioadă de raportare pentru a determina dacă compania a anunțat astfel de activități.

Pentru o tranzacție de fuziune și achiziție recent anunțată, de exemplu, situațiile financiare ale companiei trebuie ajustate în consecință. Bilanțul este ajustat pentru efectele tranzacției prin adăugarea finanțării prețului de cumpărare (inclusiv orice datorie refinanțată sau asumată), în timp ce contul de profit și pierdere LTM este ajustat pentru vânzările și câștigurile incrementale ale țintei. Analiștii de cercetare de acțiuni își actualizează de obicei estimările pentru performanța financiară viitoare a unei companii imediat după anunțul unei tranzacții de fuziuni și achiziții. Prin urmare, bancherul poate utiliza estimări de consens actualizate în combinație cu bilanțul pro forma pentru a calcula multipli anticipați.[52]

Calcularea multiplilor cheie de tranzacționare

Odată ce statisticile financiare cheie sunt răspândite, bancherul continuă să calculeze multiplii de tranzacționare relevanți pentru universul comparabile. În timp ce diverse sectoare pot folosi multipli de evaluare specializați sau specifici sectorului (a se vedea Planșa 1.33), cei mai generici și utilizați multipli folosesc o măsură a evaluării de piață în numărător (de exemplu, valoarea întreprinderii, valoarea capitalului propriu) și o măsură universală a performanței financiare la numitor (de exemplu, EBITDA, venitul net). Pentru multiplii valorii întreprinderii, numitorul folosește o statistică financiară care circulă atât către deținătorii de datorii, cât și către deținătorii de capital, cum ar fi vânzările, EBITDA și EBIT. Pentru multiplii valorii acțiunilor (sau prețului acțiunilor), numitorul trebuie să fie o statistică financiară care curge numai către deținătorii de acțiuni, cum ar fi venitul net (sau EPS diluat). Dintre acești multipli, EV/EBITDA și P/E sunt cele mai comune.

Următoarele secțiuni oferă o privire de ansamblu asupra valorii capitalului propriu și a multiplilor valorii întreprinderii mai des utilizați.

Multiplii valorii capitalului propriu

Raportul preț-câștiguri/valoarea capitalului propriu-venitul net multiplu Raportul P/E, - calculat ca prețul curent al acțiunilor împărțit la EPS diluat (sau valoarea capitalului propriu împărțit la venitul net), este cel mai recunoscut multiplu de tranzacționare. Presupunând un număr constant de acțiuni, raportul P/E este echivalent cu valoarea capitalului propriu și venitul net. Aceste rapoarte pot, de asemenea

să fie privit ca o măsură a cât de mult sunt dispuși să plătească investitorii pentru un dolar din câștigurile curente sau viitoare ale unei companii. Ratele P/E se bazează de obicei pe EPS pe an

[51]O declarație de înregistrare/prospect este un dosar întocmit de un emitent la înregistrarea/emiterea de titluri publice, inclusiv datorii și capitaluri proprii. Formularele SEC primare pentru declarațiile de înregistrare sunt S-1, S-3 și S-4; prospectele sunt depuse în conformitate cu Regula 424. Când o companie încearcă să înregistreze valori mobiliare la SEC, aceasta trebuie să depună o declarație de înregistrare. În cadrul declarației de înregistrare se află un prospect preliminar. Odată ce declarația de înregistrare este considerată în vigoare, compania depune prospectul final ca 424 (include prețul final și alți termeni cheie).

[52]După cum sa discutat anterior, totuși, bancherul trebuie să confirme în prealabil că estimările au fost actualizate pentru tranzacția anunțată înainte de utilizare. În plus, anumiți analiști pot actualiza doar estimările NFY pe o bază „așa cum au contribuit” pentru câștigurile suplimentare din tranzacție pentru restul anului fiscal (spre deosebire de adăugarea unui an întreg pro forma de câștiguri).

forward [53](și, într-o măsură mai mică, EPS LTM), deoarece investitorii sunt concentrați pe creșterea viitoare. Companiile cu P/E mai mari decât colegii lor tind să aibă așteptări mai mari de creștere a câștigurilor.

Raportul P/E este deosebit de relevant pentru companiile mature care au o capacitate demonstrată de a crește în mod constant profiturile. Cu toate acestea, deși raportul P/E este utilizat și acceptat pe scară largă, acesta are anumite limitări. De exemplu, nu este relevant pentru companiile cu venituri mici sau deloc, deoarece numitorul în aceste cazuri este *de minimus* , zero sau chiar negativ. În plus, după cum sa discutat anterior, venitul net (și EPS) este net de cheltuielile cu dobânzile și, prin urmare, depinde de structura capitalului. În consecință, două companii similare în ceea ce privește dimensiunea și marjele de exploatare pot avea marje de venit net substanțial diferite (și, în consecință, rapoarte P/E) din cauza diferențelor de levier. În mod similar, discrepanțele contabile, cum ar fi deprecierea sau impozitele, pot produce, de asemenea, diferențe semnificative în raporturile P/E între companiile comparabile.

Cele două formule pentru calcularea raportului P/E (ambele echivalente, presupunând un număr constant de acțiuni) sunt prezentate în Figura 1.30.

ANEXA 1.30 Multiplii de valoare a capitalului propriu

Share Price Valoarea capitalului propriu
EPS diluat Net Income

Multiplii valorii întreprinderii Având în vedere că valoarea întreprinderii reprezintă atât interesele deținătorilor de datorii, cât și ale deținătorilor de capitaluri proprii, este folosită ca un multiplu al statisticilor financiare fără efect de levier, cum ar fi vânzările, EBITDA și EBIT. Cei mai generici și mai folosiți multipli valorii întreprinderii sunt EV/EBITDA, EV/EBIT și EV/vânzări (a se vedea Planșele 1.31 și 1.32). Ca și în cazul raporturilor P/E, multiplii valorii întreprinderii tind să se concentreze pe estimări anticipate în plus față de statisticile LTM pentru evaluarea încadrată.

Enterprise Value-to-EBITDA și Enterprise Value-to-EBIT Multiples EV/EBITDA servește ca standard de evaluare pentru majoritatea sectoarelor. Este independent de structura capitalului și impozite, precum și de orice denaturări care pot apărea din diferențele de D&A între diferite companii. De exemplu, este posibil ca o companie să fi cheltuit foarte mult pe mașini și echipamente noi în ultimii ani, ceea ce a dus la creșterea D&A pentru anii actuali și viitori, în timp ce o altă companie ar fi amânat cheltuielile de capital pentru o perioadă viitoare. Între timp, această situație ar produce disparități în marjele EBIT între cele două companii care nu s-ar reflecta în marjele EBITDA.

Din motivele prezentate mai sus, precum și din potențialele discrepanțe datorate amortizarii legate de achiziție, EV/EBIT este mai puțin utilizat decât EV/EBITDA. Cu toate acestea, EV/EBIT poate fi util în situațiile în care D&A este indisponibil (de exemplu, atunci când se evaluează diviziile companiilor publice) sau pentru companiile cu capitaluri ridicate.

[53]În general, câștigurile pentru următorii doi ani calendaristici.

ANEXA 1.31 Valoarea întreprinderii la EBITDA și Valoarea întreprinderii la EBIT

Enterprise Value	Enterprise Value
EBITDA	EBIT

Enterprise Value-to-Sales Multiple EV/vânzări este, de asemenea, utilizat ca măsură de evaluare, deși este de obicei mai puțin relevant decât ceilalți multipli discutați. Vânzările pot oferi o indicație de dimensiune, dar nu se traduce neapărat în profitabilitate sau generarea de fluxuri de numerar, ambele fiind factori cheie de valoare. În consecință, EV/vânzările sunt utilizate în mare măsură ca o verificare a logicii asupra multiplilor bazați pe câștiguri discutați mai sus.

În anumite sectoare, totuși, precum și pentru companiile cu venituri mici sau deloc, se poate baza pe VE/vânzări ca un punct de referință semnificativ pentru evaluare. De exemplu, EV/vânzările pot fi folosite pentru a evalua o companie de tehnologie în stadiu incipient care crește agresiv vânzările, dar nu a obținut încă profitabilitate.

EXHIBITUL 1.32 Valoarea întreprinderii la vânzări

Valoarea întreprinderii

Vânzări

Multipli specifici sectorului Multe sectoare folosesc multipli de evaluare specifici, în plus față de, sau în loc de, metrica tradițională discutată anterior. Acești multipli folosesc un indicator al evaluării pieței în numărător și o statistică cheie financiară, operațională sau de producție/capacitate specifică sectorului în numitor. Exemplele selectate sunt prezentate în Anexa 1.33.

ANEXA 1.33 Multiplii de evaluare specifici sectorului selectați

Evaluare	**Sector Multiple**
Valoarea întreprinderii /	
Linii de acces/Mile Fiber/Mile de traseu	i Telecomunicații
Fluxul de numerar difuzat („BCF”)	i Media i Telecomunicații
Câștigurile înainte de impozite pe dobânzi, amortizare, amortizare și chirie Cheltuieli („EBITDAR”)	■ Cazinouri i Restaurante ■ Cu amănuntul
Câștigurile înainte de impozitele pe dobândă, amortizarea, epuizarea, amortizarea și cheltuielile de explorare („EBITDAX”)	i Resurse naturale ■ Petrol și gaze
Populație („POP”)	i Telecomunicații
Productie/capacitate (in unitati)	i Metale și minerit i Resurse naturale i Petrol și gaze i Hârtie și produse forestiere
Rezerve	i Metale și minerit i Resurse naturale i Petrol și gaze
Abonat	i Media i Telecomunicații
metru pătrat	Imobiliare i Retail
Valoarea capitalului propriu (preț) /	
Valoarea contabilă (pe acțiune)	i Instituțiile financiare i Constructorii de case
Numerar disponibil pentru distribuire (pe acțiune)	i Imobiliare
Flux de numerar discreționar (pe acțiune)	i Resurse naturale
Fonduri din operațiuni („FFO”) (pe acțiune)	i Imobiliare
Valoarea activului net (NAV) (pe acțiune)	i Instituții financiare i Imobiliare

PASUL IV. EVALUAȚI FIRMELE COMPARABILE

Odată ce universul inițial al companiilor comparabile este selectat și statisticile financiare cheie, ratele și multiplii de tranzacționare sunt răspândite, bancherul este setat să efectueze o analiză de benchmarking. Benchmarking-ul se concentrează pe analiza și compararea fiecărei companii comparabile între ele și țintă. Obiectivul final este de a determina clasarea relativă a țintei, astfel încât evaluarea să fie încadrată în mod corespunzător. În timp ce întregul univers oferă o perspectivă utilă, bancherul se concentrează de obicei pe un grup selectat de comparabile cele mai apropiate ca bază pentru stabilirea intervalului de evaluare implicit al țintei. Cele mai apropiate comparabile sunt, în general, cele mai asemănătoare țintei din punct de vedere al afacerii și al profilului financiar.

Am împărțit exercițiul de benchmarking într-un proces în două etape. În primul rând, evaluăm statisticile financiare cheie și indicii pentru țintă și comparabilele sale pentru a stabili poziționarea relativă, cu accent pe identificarea celor mai apropiate sau „mai bune” comparabile și notarea potențialelor valori aberante. În al doilea rând, analizăm și comparăm multiplii de tranzacționare pentru grupul de egali, punând un accent deosebit pe cele mai bune comparabile.

Comparați statisticile și rapoartele financiare

Prima etapă a analizei de benchmarking implică o comparație a universului țintă și a celor comparabile pe baza unor indicatori cheie de performanță financiară. Aceste indicatori, așa cum sunt surprinse în cadrul profilului financiar prezentat în etapele I și III, includ măsuri de dimensiune, profitabilitate, creștere, randament și puterea creditului. Aceștia sunt factori de valoare de bază și, de obicei, se traduc direct în evaluare relativă.

Rezultatele exercițiului de benchmarking sunt afișate pe pagini de tip foi de calcul care prezintă datele pentru fiecare companie într-un format ușor de comparat (a se vedea Anexele 1.53 și 1.54). Aceste pagini afișează, de asemenea, media, mediana, maxima (mare) și minimă (scăzută) pentru statisticile și rapoartele financiare ale universului.

O analiză de benchmarking atentă depășește o comparație cantitativă a valorilor financiare ale comparabilelor. Pentru a evalua cu adevărat puterea relativă a țintei, bancherul trebuie să aibă o înțelegere solidă a poveștii fiecărei companii comparabile. De exemplu, care sunt motivele pentru ratele de creștere și marjele de profit ridicate sau scăzute ale companiei? Este compania lider de piață sau este în urmă, câștigând sau pierde cotă de piață? Compania a avut succes în a îndeplini inițiativele strategice anunțate sau a îndeplinit îndrumările privind câștigurile? A anunțat compania vreo tranzacție recentă de fuziuni și achiziții sau modificări semnificative de proprietate/management? Capacitatea de a interpreta aceste aspecte, în combinație cu analiza financiară menționată mai sus, este esențială pentru evaluarea performanței companiilor comparabile și pentru determinarea poziției relative a țintei.

Evaluați multiplii de tranzacționare

Multiplii de tranzacționare pentru universul comparabile sunt, de asemenea, afișați pe o pagină de ieșire a unei foi de calcul pentru o comparație și o analiză ușoară (a se vedea Anexa 1.55). Acest lucru îi permite bancherului să vadă întreaga gamă de multipli și să evalueze evaluarea relativă pentru fiecare dintre companiile comparabile. Ca și în cazul statisticilor și ratelor financiare, mijloacele,

medianele, maximele și minimele pentru intervalul de multipli sunt calculate și afișate, oferind

un punct de referință preliminar pentru stabilirea intervalului de evaluare a țintei.

Odată ce multiplii de tranzacționare au fost analizați, bancherul efectuează o rafinare suplimentară a universului comparabile. În funcție de rezultatul rezultat, poate deveni evident că anumite valori aberante trebuie excluse din analiză sau că comparabilele ar trebui să fie mai mult nivelate (de exemplu, pe baza dimensiunii, subsectorului sau de la cel mai apropiat la cel periferic). Multiplii de tranzacționare pentru cele mai bune comparabile sunt de asemenea menționați, deoarece li se atribuie de obicei un accent mai mare pentru evaluarea încadrată.

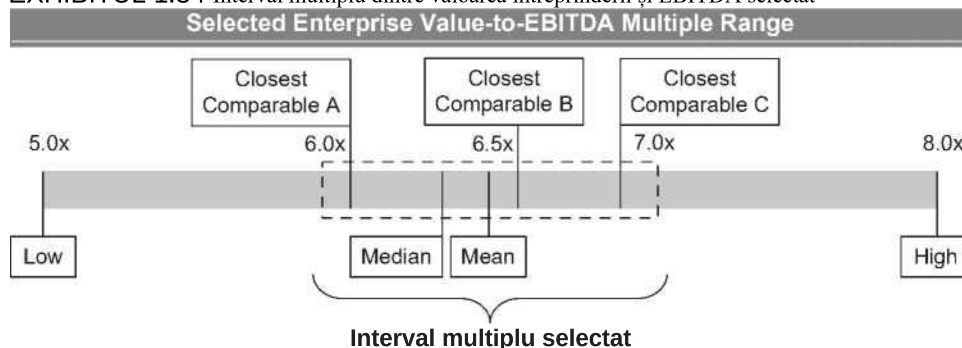
PASUL V. DETERMINAȚI EVALUAREA

Multiplii de tranzacționare pentru companiile comparabile servesc drept bază pentru derivarea unui interval de evaluare adecvat pentru țintă. Bancherul începe de obicei prin a utiliza mediile și medianele celui mai relevant multiplu pentru sector (de exemplu, EV/EBITDA sau P/E) pentru a extrapola un interval de multipli defensabil. Multiplii mari și scăzuti ai universului comparabile oferă îndrumări suplimentare. Multiplii celor mai bune comparabile , totuși, sunt de obicei bazați pe ca puncte de ghidare pentru selectarea celei mai strânse, cele mai potrivite intervale.

În consecință, doar două sau trei comparabile atent selectate servesc adesea drept bază finală pentru evaluare, grupul mai larg oferind puncte de referință. Prin urmare, intervalul multiplu selectat este de obicei mai strâns decât cel implicat prin simpla luare a multiplilor ridicat și scăzut pentru univers. Ca parte a acestui exercițiu, bancherul trebuie, de asemenea, să stabilească care este datele financiare ale perioadei cele mai relevante pentru calcularea multiplilor de tranzacționare. În funcție de sector, de punctul din ciclul de afaceri și de confortul cu estimările consensuale, companiile comparabile pot tranzacționa pe baza LTM, pe un an forward sau chiar pe doi ani.

După cum se arată în exemplul ilustrativ din Figura 1.34, ținta are trei comparabile cele mai apropiate, care se tranzacționează în intervalul de aproximativ 6,0x până la 7,0x EBITDA 2008E, față de un interval mare/scăzut de 5,0x până la 8,0x, o medie de 6,5x și o medie de 6,4x.

EXHIBITUL 1.34 Interval multiplu dintre valoarea întreprinderii și EBITDA selectat



Intervalul multiplu selectat este apoi aplicat la statisticile financiare adecvate ale țintei pentru a deriva un interval de evaluare implicit.

Evaluare implicată de EV/EBITDA

Figura 1.35 demonstrează modul în care un anumit interval EV/EBITDA se traduce într-un interval implicit pentru valoarea întreprinderii, valoarea capitalului propriu și prețul acțiunilor. Pentru aceste calcule , ne asumăm o datorie netă [54]de 500 de milioane USD și acțiuni diluate complet în circulație de 100 de milioane.[55]

ANEXA 1.35 Evaluare implicată de EV/EBITDA
($ în milioane, cu excepția datelor pe acțiune)

EBITDA	Financiar Metric	Valoarea întreprinderii cu intervale		Implicat	1 Mai puțin: Net	Valoarea capitalului	implicit	Complet diluat Acțiuni	Implicat Prețul acțiunii
LTM	200 USD	6,50x –	7,50x	1.300 USD – 1.500	(500)	800 USD -	1.000	100	8,00 USD –
2008E	215	6,00x –	7,00x	1.290 – 1.505	(500)	790 –	1.005	100	7,90 USD –
2009E	230	5,50x –	6,50x	1.265 – 1.495	(500)	765 –	995	100	7,65 USD – 9,95

La un interval multiplu de 6,0x până la 7,0x pentru EBITDA 2008E, punctele finale sunt înmulțite cu EBITDA țintă pentru 2008E de 215 milioane USD pentru a produce o valoare implicită a întreprinderii de 1.290 milioane USD până la 1.505 milioane USD.

Pentru a calcula valoarea implicită a capitalului propriu, scădem datoria netă de 500 milioane USD din valoarea întreprinderii, ceea ce are ca rezultat un interval de 790 milioane USD până la 1.005 milioane USD. Pentru companiile publice, valoarea implicită a capitalului propriu este apoi împărțită la acțiunile în circulație diluate complet pentru a genera prețul implicit al acțiunilor. Împărțirea punctelor finale ale intervalului de valoare a capitalului propriu la acțiunile în circulație complet diluate de 100 de milioane oferă un interval implicit de preț al acțiunilor de 7,90 USD până la 10,05 USD. Aceeași metodologie poate fi apoi efectuată folosind intervalul multiplu selectat pentru EBITDA EV/LTM și EBITDA EV/2009E.

Evaluare implicată de P/E

Figurile 1.36 și 1.37 demonstrează modul în care raportul P/E se traduce în intervale implicite de preț al acțiunilor și valori ale întreprinderii. Ca și în exemplul din Figura 1.35, presupunem că o datorie netă de 500 de milioane USD și o acțiuni în circulație statică complet diluate de 100 de milioane.

Prețul implicit al acțiunilor Pentru o companie publică, bancherul începe de obicei cu venitul net și se acumulează până la valoarea implicită a capitalului propriu. Valoarea implicită a capitalului propriu este apoi împărțită la acțiunile în circulație diluate complet pentru a calcula prețul implicit al acțiunilor. Intervalul multiplu AP/E de 11,0x până la 14,0x Venitul net 2008E, de exemplu, generează o valoare implicită a capitalului propriu de 825 milioane USD până la 1.050 milioane USD atunci când este înmulțit cu venitul net 2008E al țintei de 75 milioane USD. Împărțirea acestui interval la acțiunile în circulație complet diluate de 100 de milioane produce un interval implicit de preț al acțiunilor de 8,25 USD până la 10,50 USD.

[54]„Datoria netă” este adesea definită pentru a include toate obligațiile superioare capitalului propriu.

[55]În scopuri ilustrative, presupunem că numărul de acțiuni în circulație complet diluat rămâne constant pentru fiecare dintre valorile capitalurilor proprii prezentate. După cum s-a discutat în Capitolul 3: Analiza fluxului de numerar actualizat, totuși, presupunând existența opțiunilor de acțiuni, numărul de acțiuni în circulație diluate complet, așa cum este determinat de TSM, depinde de prețul acțiunilor, care, la rândul său, depinde de valoarea capitalului propriu și de acțiunile în circulație (a se vedea Figura 3.31). Prin urmare, acțiunile în circulație diluate complet ale țintei și prețul implicit al acțiunilor variază în funcție de cantitatea de opțiuni pe acțiuni și de prețul mediu ponderat al acestora de exercitare.

EXHIBITUL 1.36 Evaluarea implicată de P/E – Prețul acțiunilor

($ în milioane, cu excepția datelor pe acțiune)

Venitul net	Financiar Valoare	multiplă	Implicat Valoarea	Complet diluat Acțiuni	Implicat Prețul acțiunii
LTM	70	12.00x – 15.00x	840 – 1.050 USD	100	8,40 – 10,50
2008E	75	11.00x – 14.00x	825 – 1.050	100	8,25 – 10,50
2009E	80	10,00x – 13.00x	800 – 1.040	100	8,00 – 10,40

Valoarea implicită a întreprinderii Pentru a calcula un interval de valoare implicită a întreprinderii utilizând ipotezele de mai sus, același interval multiplu P/E de 11,0x până la 14,0x este înmulțit cu venitul net 2008E de 75 milioane USD pentru a produce un interval de valoare implicită a capitalului propriu de 825 până la 1.050 milioane USD. Datoria netă de 500 de milioane USD se adaugă la punctele finale scăzute și ridicate ale intervalului de valoare implicită a capitalului propriu pentru a calcula un interval de valoare implicită a întreprinderii de la 1.325 milioane USD la 1.550 milioane USD.

ANEXA 1.37 Evaluare implicată de P/E – Valoarea întreprinderii

($ în milioane)

Venitul net	Financiar	Interval multiplu metric	Implicat Valoarea	1 Plus: De t	Implicat Valoarea
LTM	70	12.00x – 15.00x	840 USD - 1.050	500	1.340 USD - 1.550
2008E	75	11.00x – 14.00x	825 – 1.050	500	1.325 – 1.550
2009E	80	10,00x – 13.00x	800 – 1.040	500	1.300 – 1.540

Ca o ultimă considerație, este necesar să se analizeze intervalul de evaluare extrapolat pentru țintă și să se testeze ipotezele și concluziile cheie. De asemenea, bancherul ar trebui să compare evaluarea derivată de la companii comparabile cu alte metodologii , cum ar fi tranzacțiile precedente, analiza DCF și analiza LBO (dacă este cazul). Discrepanțele semnificative pot semnala ipoteze incorecte, judecată greșită sau chiar erori matematice, determinând astfel bancherul să reexamineze intrările și ipotezele utilizate în fiecare tehnică. Erorile obișnuite în tranzacționarea comps implică de obicei includerea sau accentuarea excesivă a companiilor comparabile neadecvate, în calcule corecte (de exemplu, valoarea capitalului propriu diluată complet, valoarea întreprinderii, date financiare LTM sau calendarizare), precum și eșecul de a curăța cu acuratețe situațiile financiare pentru elemente nerecurente și evenimente recente.

CHEIE PRO și CONTRA

Pro

- *Bazat pe piață* - informațiile utilizate pentru a obține evaluarea pentru țintă se bazează pe datele reale ale pieței publice, reflectând astfel creșterea pieței și așteptările de risc, precum și sentimentul general.
- *Relativitatea* - ușor de măsurat și comparabil cu alte companii
- *Rapid și convenabil* - evaluarea poate fi determinată pe baza câtorva intrări ușor de calculat
- *Actual* - evaluarea se bazează pe datele predominante de pe piață, care pot fi actualizate zilnic (sau intraday)

Contra

- *Bazat pe piață* - evaluarea care este complet bazată pe piață poate fi denaturată în perioadele de exuberanță irațională sau de uzură
- *Absența comparabilelor relevante* - comparabilele „pure play" pot fi dificil de identificat sau chiar inexistente, mai ales dacă ținta operează într-un sector de nișă, caz în care evaluarea implicată de tranzacționarea comps poate fi mai puțin semnificativă
- *Deconectare potențială de la fluxul de numerar* - evaluarea bazată pe condițiile sau așteptările predominante ale pieței poate avea o deconectare semnificativă de la evaluarea implicită de generarea de numerar proiectată a unei companii (de exemplu, analiza DCF)
- *Probleme specifice companiei* - evaluarea țintei se bazează pe evaluarea altor companii, care pot nu reuși să capteze punctele forte, punctele slabe, oportunitățile și riscurile specifice țintei.

ANALIZA COMPARABILĂ ILUSTRATĂ PENTRU VALUECO

Următoarea secțiune oferă un exemplu detaliat, pas cu pas, despre modul în care analiza companiilor comparabile este utilizată pentru a stabili un interval de evaluare folosind compania noastră țintă ilustrativă, ValueCo. După cum sa discutat în Introducere, presupunem că ValueCo este o companie privată și că statisticile financiare și multiplii de evaluare din întreaga carte reprezintă condiții economice și de piață normalizate.

Pasul I. Selectați universul companiilor comparabile

Studiați ținta Prima noastră sarcină a fost să învățăm „povestea" ValueCo cât mai detaliat posibil, astfel încât să oferim un cadru de referință pentru localizarea companiilor comparabile. Deoarece ValueCo este o companie privată, în scopul acestui exercițiu am presupus că aceasta este vândută printr-un proces de vânzare organizat de fuziuni și achiziții (a se vedea capitolul 6). Prin urmare, ni s-au furnizat informații substanțiale despre companie, sectorul său, produse, clienți, concurenți, canale de distribuție și piețe finale, precum și performanța financiară istorică și proiecțiile. Am obținut aceste informații din memoriul de informații confidențiale (CIM, vezi Anexa 6.5), prezentarea managementului (vezi Anexa 6.6) și camera de date (vezi Anexa 6.7).[56]

Identificați caracteristicile cheie ale țintei în scopuri de comparație Acest exercițiu a implicat examinarea principalelor caracteristici de afaceri și financiare ale ValueCo în conformitate cu cadrul prezentat în Anexa 1.3, care ne-a oferit o abordare sistematică pentru identificarea companiilor care împărtășesc asemănări cheie cu ValueCo.

Ecran pentru companii comparabile Căutarea noastră pentru companii comparabile a început prin a examina concurenții publici ai ValueCo, pe care i-am identificat inițial prin citirea CIM, precum și a rapoartelor din industrie selectate. Am căutat apoi prin rapoartele de cercetare a acțiunilor pe acești concurenți publici opiniile analiștilor despre companii comparabile, care ne-au oferit alte companii de evaluat. De asemenea, am analizat declarațiile de proxy pentru tranzacțiile recente de fuziuni și achiziții care implică companii din sectorul ValueCo și am găsit idei pentru alte companii comparabile din extrasele de opinie de corectitudine anexate. Pentru a ne asigura că niciun potențial comparabil nu a fost omis, am verificat companiile folosind codurile SIC/NAICS corespunzătoare sectorului ValueCo.

Aceste surse ne-au furnizat suficiente informații pentru a crea o listă inițială solidă de companii comparabile (a se vedea Anexa 1.38). De asemenea, am compilat informații financiare rezumative folosind date descărcate de la un serviciu de informații financiare pentru a oferi o înțelegere de bază a profilurilor lor financiare.

[56]Consultați Capitolul 6: Procesul de vânzare de fuziuni și achiziții pentru o prezentare generală a documentelor cheie și a surselor de informații într-un proces de vânzare organizat.

ANEXA 1.38 Lista companiilor comparabile

($ în milioane)

Lista de Companie	Companii Ticker	Descrierea afacerii	Valoarea capitalulu i propriu	Valoarea întreprinderii	Vânzări LTM
Vucic Brands	VUC	Produce și vinde produse pentru casă și feronerie, inclusiv dulapuri, robinete, accesorii sanitare, ferestre și uși	8.829 USD	14.712 USD	8.670 USD
Pearl Corp.	PRL	Produce și distribuie produse pentru construcții în America de Nord și la nivel internațional, inclusiv acoperișuri, siding și ferestre	8.850	11.323	12.750
Spalding Co.	SLD	Produce și distribuie vopsele, vopsele, perii și produse conexe clienților profesioniști, industriali, comerciali și de vânzare cu amănuntul	7.781	8.369	8.127
Leicht & Co.	LCT	Proiectează, produce și vinde produse pentru acoperirea podelei pentru aplicații rezidențiale și comerciale	7.456	9.673	8.109
Drook Corp.	DRK	Produce și comercializează scule electrice și accesorii, feronerie și uși în Statele Unite și Europa	5.034	6.161	6.708
Goodson Corp.	GDS	Produce și comercializează gips, sisteme de tavane, dulapuri și uși	4.368	5.534	6.125
Grupul DiNucci	TDG	Produce materiale de construcții rezidențiale și comerciale, armături cu fibră de sticlă și alte materiale similare pentru sisteme compozite	3.772	5.202	6.489
Pryor, Inc.	PRI	Proiectează, produce și comercializează instrumente, diagnosticare, echipamente de construcții și produse de inginerie, în principal în Statele Unite și Europa	3.484	4.764	4.223
Adler Industries	ADL	Produce și vinde produse pentru acoperișuri și siding în principal în Statele Unite	2.600	3.149	3.895
Lanzarone International	LNZ	Proiectează și produce o mare varietate de produse pentru încălzire comercială și rezidențială, ventilație și aer condiționat	1.750	2.139	2.286
Lajoux Global	LJX	Produce o gamă de produse pentru încălzire rezidențială, ventilație, aer condiționat și piețe de refrigerare din Statele Unite și Europa	1.050	1.650	1.775
Momper Corp.	MOMP	Produce, distribuie și instalează produse de îmbunătățire a locuinței și de construcții	1.000	1.500	1.415
McMenamin & Co.	MCM	Produce și comercializează o varietate de produse pentru construcții, inclusiv sisteme de prindere cu șuruburi, elemente de fixare din oțel inoxidabil și sisteme de aerisire	630	705	571
Trip Co.	CĂLĂTORIE	Produce și distribuie produse compozite în primul rând pentru aplicații rezidențiale și comerciale pentru podele și balustrade în America de Nord	321	441	486
Industriile Parisului	PRS	Produce și furnizează ferestre rezidențiale, uși și alte accesorii	156	192	352

Pasul II. Găsiți informațiile financiare necesare

În Pasul II, ne-am propus să găsim informațiile financiare necesare pentru a răspândi statisticile financiare cheie și ratele pentru fiecare dintre companiile pe care le-am identificat ca fiind comparabile cu ValueCo. Pentru Momper Corp. („Momper"), unul dintre cele mai apropiate comparabile de la ValueCo, de exemplu, aceste informații au fost obținute din cele mai recente documente SEC, estimări de consens și cercetări de capital. Informații financiare suplimentare au fost obținute de la serviciile de informații financiare.

10-K și 10-Q Am folosit cele mai recente 10-K și 10-Q ale Momper pentru perioadele încheiate la 31 decembrie 2007 și, respectiv, la 30 septembrie 2008, ca surse primare pentru informații financiare istorice. Mai exact, aceste înregistrări ne-au furnizat statisticile financiare anuale ale anului anterior, precum și anul curent și anul anterior, necesare pentru a calcula datele LTM. Ele au servit, de asemenea, ca surse pentru cel mai recent număr de acțiuni de bază în circulație, date despre opțiuni/warrants, bilanț și numerar.

informații despre declarația de flux. Raportul de gestionare și notele la situația financiară au fost cheie pentru identificarea elementelor nerecurente (a se vedea Anexa 1.47).

Anunțul privind câștigurile și transcrierea apelului pentru câștiguri Am citit cel mai recent anunț privind câștigurile și transcrierea apelului pentru câștiguri pentru a obține mai multe informații despre performanța financiară și perspectivele Momper.

8-K/Comunicate de presă Am confirmat, printr-o căutare pe site-ul corporativ al Momper, că nu au existat comunicate de presă intra-trimestriale, 8-K sau alte documente SEC care să dezvăluie noi M&A, piețe de capital sau alte activități de la depunerea celui mai recent 10-Q care ar afecta statisticile financiare relevante.

Estimări de consens și cercetare de capitaluri proprii Estimările de consens au stat la baza datelor de intrare în situația veniturilor și veniturilor din 2008E și 2009E, și anume vânzări, EBITDA, EBIT și EPS. De asemenea, citim rapoartele individuale de cercetare a acțiunilor pentru mai multe detalii despre factorii care conduc așteptările Momper de creștere, precum și informații despre elementele nerecurente.

Serviciul de informații financiare Am folosit un serviciu de informații financiare pentru a furniza prețul de închidere al acțiunilor Momper pe 15 decembrie 2008 (ziua în care am efectuat analiza), precum și datele privind prețul acțiunilor maxime și scăzute de 52 de săptămâni.

Site-urile web Moody's și S&P Am obținut ratingurile de credit Momper's, Moody's și S&P de pe site-urile respective ale agențiilor de rating de credit.

Pasul III. Răspândiți statistici cheie, rapoarte și multipli de tranzacționare

După localizarea informațiilor financiare necesare pentru companiile comparabile selectate , am creat fișe de intrare pentru fiecare companie, așa cum se arată în Anexa 1.39 pentru Momper. Aceste foi de intrare leagă la paginile de ieșire utilizate pentru compararea universului comparabile (a se vedea Anexele 1.53, 1.54 și 1.55).

Mai jos, parcurgem fiecare secțiune a foii de introducere din Anexa 1.39.

Informații generale În secțiunea „Informații generale” a paginii de introducere, am introdus diverse date de bază ale companiei (vezi Anexa 1.40). Momper Corp., simbolul ticker MOMP, este o companie din SUA care este listată pe NASDAQ. Momper își raportează rezultatele financiare pe baza unui an fiscal care se încheie la 31 decembrie și are ratinguri de credit corporative de Ba2 și BB, astfel cum sunt evaluate de Moody's și, respectiv, S&P. Valoarea beta cu efect de pârghie estimată de Momper este de 1,25, așa cum este provenită de la Barra (vezi capitolul 3). De asemenea, am determinat o cotă de impozitare marginală de 38% din dezvăluirile Momper privind rata de impozitare în 10-K.

Date ale pieței selectate În „Date ale pieței selectate”, am introdus informațiile despre prețul acțiunilor Momper, precum și cel mai recent dividend trimestrial (MRQ) plătit de 0,10 USD per acțiune (după cum este provenit din ultimul 10-Q, vezi Anexa 1.41). Prețul acțiunilor Momper a fost de 20,00 USD la închiderea pieței pe 15 decembrie 2008, reprezentând 80% din maximul său de 52 de săptămâni. După cum arată pagina de ieșire a analizei comparative a multiplilor de tranzacționare (a se vedea Anexa 1.55), acest procent este în concordanță cu cel al celor mai

multe dintre comparabile, ceea ce indică faptul că piața se așteaptă ca Momper să aibă o performanță aproximativ în concordanță cu echivalentii săi.

ANEXA 1.39 Pagina de intrare pentru Momper

Momper Corp. (NasdaqNM:MOMP)
Input Page
($ in millions, except per share data)

General Information	
Company Name	Momper Corp.
Ticker	MOMP
Stock Exchange	NasdaqNM
Fiscal Year Ending	Dec-31
Moody's Corporate Rating	Ba2
S&P Corporate Rating	BB
Predicted Beta	1.25
Marginal Tax Rate	38.0%

Selected Market Data	
Current Price	12/15/2008
% of 52-week High	
52-week High Price	7/21/2008
52-week Low Price	4/4/2008
Dividend Per Share (MRQ)	

Fully Diluted Shares Outstanding	50.000
Equity Value	**$1,000.0**
Plus: Total Debt	550.0
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Noncontrolling Interest	-
Less: Cash and Cash Equivalents	(50.0)

Trading Multiples	LTM 9/30/2008	NFY 2008E	NFY+1 2009E
EV/Sales	1.1x	1.0x	0.9x
Metric	$1,415.0	$1,475.0	$1,600.0
EV/EBITDA	7.0x	6.7x	6.3x
Metric	$215.0	$225.0	$240.0
EV/EBIT	8.6x	8.1x	7.5x
Metric	$175.0	$185.0	$200.0
P/E	11.8x	11.1x	10.0x
Metric	$1.70	$1.80	$2.00

LTM Return on Investment Ratios	
Return on Invested Capital	15.8%
Return on Equity	14.6%
Return on Assets	6.1%
Implied Annual Dividend Yield	2.0%

LTM Credit Statistics	
Total Debt / Total Capitalization	47.[illegible]
Total Debt / EBITDA	2[illegible]
Net Debt / EBITDA	2[illegible]
EBITDA / Interest Expense	5.[illegible]x
(EBITDA-capex) / Interest Expense	4.9x
EBIT / Interest Expense	4.6x

Growth Rates	Sales	Adj. EBITDA	Adj. EPS
Historical			
1-year	[illegible]	8.1%	17.2%
2-year CAGR	8[illegible]%	7.6%	17.[illegible]
Estimated			
1-year	[illegible]		
2-year CAGR	8[illegible]		
Long-term			

Reported Income Statement	Fiscal Year Ending December 31 2005A	2006A	2007A	Prior Stub 9/30/2007	Current Stub 9/30/2008	LTM 9/30/2008
Sales	**$1,150.0**	**$1,250.0**	**$1,350.0**	**$1,000.0**	**$1,065.0**	**$1,415.0**
COGS	760.0	825.0	875.0	660.0	700.0	915.0
Gross Profit	**$390.0**	**$425.0**	**$475.0**	**$340.0**	**$365.0**	**$500.0**
SG&A	250.0	275.0	300.0	220.0	255.0	335.0
Other Expense / (Income)	-	-	-	-	-	-
EBIT	**$140.0**	**$150.0**	**$175.0**	**$120.0**	**$110.0**	**$165.0**
Interest Expense	45.0	40.0	38.5	30.0	29.4	37.9
Pre-tax Income	**$95.0**	**$110.0**	**$136.5**	**$90.0**	**$80.6**	**$127.1**
Income Taxes	36.1	41.8	51.9	34.2	30.6	48.3
Noncontrolling Interest	-	-	-	-	-	-
Preferred Dividends	-	-	-	-	-	-
Net Income	**$58.9**	**$68.2**	**$84.6**	**$55.8**	**$50.0**	**$78.8**
Effective Tax Rate	*38.0%*	*38.0%*	*38.0%*	*38.0%*	*38.0%*	*38.0%*
Weighted Avg. Diluted Shares	53.0	52.0	51.0	51.0	50.0	50.0
Diluted EPS	$1.11	$1.31	$1.66	$1.09	$1.00	$1.56

Adjusted Income Statement	2005A	2006A	2007A	9/30/2007	9/30/2008	LTM 9/30/2008	
Reported Gross Profit	$390.0	$425.0	$475.0	$340.0	$365.0	$500.0	
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-	8.0	8.0	(1)
Adj. Gross Profit	**$390.0**	**$425.0**	**$475.0**	**$340.0**	**$373.0**	**$508.0**	
% margin	*33.9%*	*34.0%*	*35.2%*	*34.0%*	*35.0%*	*35.9%*	
Reported EBIT	$140.0	$150.0	$175.0	$120.0	$110.0	$165.0	
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-	8.0	8.0	
Other Non-recurring Items	-	-	(10.0)	-	12.0	2.0	(2), (3)
Adjusted EBIT	**$140.0**	**$150.0**	**$165.0**	**$120.0**	**$130.0**	**$175.0**	
% margin	*12.2%*	*12.0%*	*12.2%*	*12.0%*	*12.2%*	*12.4%*	
Depreciation & Amortization	33.0	35.0	35.0	30.0	35.0	40.0	
Adjusted EBITDA	**$173.0**	**$185.0**	**$200.0**	**$150.0**	**$165.0**	**$215.0**	
% margin	*15.0%*	*14.8%*	*14.8%*	*15.0%*	*15.5%*	*15.2%*	
Reported Net Income	$58.9	$68.2	$84.6	$55.8	$50.0	$78.8	
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-	8.0	8.0	
Other Non-recurring Items	-	-	(10.0)	-	12.0	2.0	
Non-operating Non-rec. Items	-	-	-	-	-	-	
Tax Adjustment	-	-	3.8	-	(7.6)	(3.8)	
Adjusted Net Income	**$58.9**	**$68.2**	**$78.4**	**$55.8**	**$62.4**	**$85.0**	
% margin	*5.1%*	*5.5%*	*5.8%*	*5.6%*	*5.9%*	*6.0%*	
Adjusted Diluted EPS	$1.11	$1.31	$1.54	$1.09	$1.25	$1.70	

Cash Flow Statement Data	2005A	2006A	2007A	9/30/2007	9/30/2008	LTM 9/30/2008
Depreciation & Amortization	33.0	35.0	35.0	30.0	35.0	40.0
% sales	*2.9%*	*2.8%*	*2.6%*	*3.0%*	*3.3%*	*2.8%*
Capital Expenditures	25.0	27.5	29.0	22.0	23.0	30.0
% sales	*2.2%*	*2.2%*	*2.1%*	*2.2%*	*2.2%*	*2.1%*

Balance Sheet Data	2007A	9/30/2008
Cash and Cash Equivalents	$25.0	$50.0
Accounts Receivable	250.0	275.0
Inventories	200.0	217.0
Prepaids and Other Current Assets	35.0	30.0
Total Current Assets	**$510.0**	**$572.0**
Property, Plant and Equipment, net	205.0	193.0
Goodwill and Intangible Assets	600.0	600.0
Other Assets	45.0	40.0
Total Assets	**$1,360.0**	**$1,405.0**
Accounts Payable	95.0	110.0
Accrued Liabilities	85.0	95.0
Other Current Liabilities	15.0	20.0
Total Current Liabilities	**$195.0**	**$225.0**
Total Debt	575.0	550.0
Other Long-Term Liabilities	25.0	30.0
Total Liabilities	**$795.0**	**$805.0**
Noncontrolling Interest	-	-
Preferred Stock	-	-
Shareholders' Equity	565.0	600.0
Total Liabilities and Equity	**$1,360.0**	**$1,405.0**
Balance Check	*0.000*	*0.000*

Calculation of Fully Diluted Shares Outstanding	
Basic Shares Outstanding	48.500
Plus: Shares from In-the-Money Options	2.750
Less: Shares Repurchased	(1.250)
Net New Shares from Options	**1.500**
Plus: Shares from Convertible Securities	-
Fully Diluted Shares Outstanding	**50.000**

Options/Warrants

Tranche	Number of Shares	Exercise Price	In-the-Money Shares	Proceeds
Tranche 1	1.250	$5.00	1.250	$6.3
Tranche 2	1.000	10.00	1.000	10.0
Tranche 3	0.500	17.50	0.500	8.8
Tranche 4	0.250	30.00	-	-
Tranche 5	-	-	-	-
Total	**3.000**		**2.750**	**$25.0**

Convertible Securities

	Amount	Conversion Price	Conversion Ratio	New Shares
Issue 1	-	-	-	-
Issue 2	-	-	-	-
Issue 3	-	-	-	-
Issue 4	-	-	-	-
Issue 5	-	-	-	-
Total				-

Notes

(1) In Q2 2008, Momper Corp. recorded a $8 million pre-tax inventory valuation charge related to product obsolescence (see Q2 2008 10-Q MD&A, page 14).
(2) In Q4 2007, Momper Corp. realized a $10 million pre-tax gain on the sale of a non-core business (see 2007 10-K MD&A, page 45).
(3) In Q3 2008, Momper Corp. recognized $12 million of pre-tax restructuring costs in connection with downsizing the sales force (see Q3 2008 10-Q MD&A, page 15).

ANEXA 1.40 Secțiunea Informații generale

Informații generale	
Numele companiei	Momper Corp.
Ticker	MOMP
Bursa de Valori	NasdaqNM
Încheierea anului fiscal	Dec-31
Evaluarea companiei Moody's	Ba2
Evaluare corporativă S&P	BB
Beta estimată	1.25
Cota marginală de impozitare	*38,0%*

Această secțiune calculează, de asemenea, valoarea capitalului propriu și valoarea întreprinderii odată ce sunt introduse acțiunile de bază în circulație, datele opțiunilor/warrants și cele mai recente date din bilanţ (a se vedea Anexele 1.42, 1.43, 1.44 și 1.45).

EXHIBIT 1.41 Selected Market Data Section

Selected Market Data			
Current Price	12/15/2008	$20.00	= Closing Share Price on December 15, 2008
% of 52-week High		*80.0%*	= Closing Share Price / 52-week High Price
52-week High Price	7/21/2008	25.00	
52-week Low Price	4/4/2008	16.00	
Dividend Per Share (MRQ)		0.10	
Fully Diluted Shares Outstanding		-	
Equity Value		**-**	
Plus: Total Debt		-	
Plus: Preferred Stock		-	
Plus: Noncontrolling Interest		-	
Less: Cash and Cash Equivalents		-	
Enterprise Value		**-**	

Calculul acțiunilor total diluate în circulație Cele mai recente acțiuni de bază în circulație ale Momper sunt de 48,5 milioane, după cum rezultă din prima pagină a ultimului său 10-Q. Am căutat în comunicate de presă recente și în dosarele SEC pentru a ne asigura că, de exemplu, nu au avut loc divizări de acțiuni, oferte ulterioare sau răscumpărări majore de acțiuni în urma celei mai recente depuneri 10-Q. De asemenea, am confirmat că Momper nu are titluri convertibile în circulație. Cu toate acestea, Momper are mai multe tranșe de opțiuni, care trebuie să se reflecte în calculul acțiunilor diluate complet în conformitate cu TSM.

După cum se arată în Anexa 1.42 la rubrica „Opțiuni/Brande", Momper are patru tranșe de opțiuni, fiecare constând dintr-un număr specificat de acțiuni și prețul mediu ponderat de exercitare corespunzător. Prima tranșă, de exemplu, reprezintă un grup de opțiuni care dețin în mod colectiv dreptul de a cumpăra 1,25 milioane de acțiuni la un preț mediu ponderat de exercitare de 5,00 USD. Această tranșă este considerată în bani, având în vedere că prețul actual al acțiunilor Momper de 20,00 USD este peste prețul de exercitare mediu ponderat. Exercitarea acestei tranșe generează venituri de 6,25 milioane USD (1,25 milioane x 5,00 USD), care se presupune că vor răscumpăra acțiuni Momper la prețul curent al acțiunilor de 20,00 USD.

ANEXA 1.42 Calculul acțiunilor complet diluate Secțiunea în circulație

Calculation of Fully Diluted Shares Outstandin

Basic Shares Outstanding	48.500
Plus: Shares from In-the-Money Options	2.750
Less: Shares Repurchased	(1.250)
Net New Shares from Options	**1.500**
Plus: Shares from Convertible Securities	-
Fully Diluted Shares Outstanding	**50.000**

^ = Total In-the-Money Shares

= Total Options Proceeds / Current Share Price = $25 million / $20.00

Options/Warrants

Tranche	Number of Shares	Exercise Price	In-the-Money Shares	Proceeds
Tranche 1	1.250	$5.00	1.250	$6.3
Tranche 2	1.000	10.00	1.000	10.0
Tranche 3	0.500	17.50	0.500	8.8
Tranche 4	0.250	30.00	-	-
Tranche 5	-	-	-	-
Total	**3.000**		**2.750**	**$25.0**

= IF(Weighted Average Strike Price < Current Share Price, display Number of Shares, otherwise display 0)
= IF($5.00 < $20.00, 1.250, 0)

= IF(In-the-Money Shares > 0, then In-the-Money Shares x Weighted Average Strike Price, otherwise display 0)
= IF(1.250 > 0, 1.250 x $5.00, 0)

Convertible Securities

	Amount	Conversion Price	Conversion Ratio	New Shares
Problema 1				
Problema 2				
Problema 3				
Problema 4				
Problema 5				
Total				

Am folosit aceeași abordare pentru celelalte tranșe de opțiuni. Cu toate acestea, a patra tranșă are un preț de exercițiu mediu ponderat de 30,00 USD (peste prețul actual al acțiunilor de 20,00 USD) și, prin urmare, a fost identificată ca fiind în afara banilor. În consecință, aceste opțiuni au fost excluse din calculul acțiunilor în circulație diluate complet.

În total, cele 2,75 milioane de acțiuni din opțiunile în bani generează venituri de 25 de milioane de dolari. La prețul curent al acțiunilor Momper de 20,00 USD, aceste încasări sunt utilizate pentru răscumpărarea a 1,25 milioane de acțiuni (25 milioane USD/20,00 USD). Acțiunile răscumpărate sunt apoi scăzute din totalul de 2,75 milioane de acțiuni în bani pentru a oferi noi acțiuni nete de 1,5 milioane, așa cum se arată în acțiunile noi nete din elementul rând opțiuni din Figura 1.42. Aceste acțiuni incrementale sunt adăugate la acțiunile de bază ale Momper pentru a calcula acțiunile în circulație complet diluate de 50 de milioane.

Valoarea capitalului propriu Cele 50 de milioane de acțiuni în circulație diluate complet se alimentează în secțiunea „Date ale pieței selectate", unde este înmulțită cu prețul actual al acțiunilor Momper de 20,00 USD pentru a produce o valoare a capitalului propriu de 1.000 milioane USD (vezi Anexa 1.43). Această valoare a capitalului propriu calculată formează baza pentru calcularea valorii întreprinderii.

Date de bilanţ În secţiunea „Date de bilanţ", am introdus datele de bilanţ Momper pentru anul fiscal anterior încheiat la 31/12/07 şi cel mai recent trimestru încheiat la 30/09/08, obţinute direct din 10-Q (vezi Anexa 1.44).

Valoarea întreprinderii Am folosit datele bilanțului selectate, în special datoria totală și numerarul, împreună cu valoarea capitalului propriu calculată anterior pentru a determina valoarea întreprinderii Momper. După cum se arată în Figura 1.45, Momper avea 550 de milioane de dolari din datorii totale restante și numerar și echivalente de numerar de 50 de milioane de dolari la 30.9.08. Datoria netă

ANEXA 1.43 Valoarea capitalului propriu

Datele de piață selectate		
Prețul curent	15.12.2008	20,00
% din maximul de 52 de		*80,0%*
Preț ridicat pentru 52 de săptămâni	21.07.2008	25.00
	04.04.2008	16.00
Dividend pe acțiune (MRQ)		0,10
Acțiunile complet diluate		50.000
Valoarea capitalului propriu		**$ 1.000,0 f**

= Prețul actual al acțiunilor x Acțiuni în circulație complet diluate = 20,00 USD x 50,0 milioane USD

ANEXA 1.44 Secțiunea Date bilanțiere

Date bilanţiere	2007A	30.09.2008
Numerar și echivalente de numerar	25,0	50,0
Creanţe de încasat	250,0	275,0
Inventarele	200,0	217,0
Plătite anticipate și alte active circulante	35,0	30,0
Total active circulante	**510,0 USD**	**572,0 USD**
Imobilizări, instalații și echipamente, net	205,0	193,0
Fondul comercial și imobilizările	600,0	600,0
Alte Active	45,0	40,0
Active totale	**1.360,0 USD**	**1.405,0 USD**
Creanţe	95,0	110,0
Datorii acumulate	85,0	95,0
Alte datorii curente	15.0	20,0
Total datorii curente	**195,0 USD**	**225,0 USD**
Datoria totală	575,0	550,0
Alte datorii pe termen lung	25,0	30,0
Total datorii	**795,0 USD**	**805,0 USD**
Interes fără control	-	-
Stoc preferat	-	-
Capitaluri proprii	565,0	600,0
Total datorii și capitaluri proprii	**1.360,0 USD**	**1.405,0 USD**
Verificarea soldului	*0.000*	*0.000*

soldul de 500 milioane USD a fost adăugat la valoarea capitalului propriu de 1.000 milioane USD pentru a produce o valoare a întreprinderii de 1.500 milioane USD.

Declarație de venit raportată În secțiunea „Declarație de venit raportată", am introdus elementele istorice ale situației de venit direct din cele mai recente 10-K și 10-Q ale Momper. Coloana LTM calculează automat datele financiare LTM ale Momper pe baza anului anual anterior și a intrărilor din stub din anul anterior și curent (a se vedea Anexa 1.46).

ANEXA 1.45 Valoarea întreprinderii

Datele de piață selectate		
Prețul curent	15.12.2008	20,00 USD
% din maximul de 52 de		*80,0%*
Preț ridicat pentru 52 de	21.07.2008	25.00
Preț scăzut pentru 52 de	4/4/2008	16.00
Dividend pe acțiune (MRQ)		0,10
Acțiuni în circulație complet diluate		50.000
Valoarea capitalului propriu		**1.000,0 USD**
Plus: Datoria totală		550,0
Plus: stoc preferat		-
Plus: interes fără control		-
Mai puțin: numerar și echivalente		(50,0)
Valoarea întreprinderii		**1.500,0 USD**

= Valoarea capitalului propriu + Datoria totală - Numerar
= 1.000,0 milioane USD + 550,0 milioane USD - 50,0 milioane USD

ANEXA 1.46 Secțiunea Raportat Contul de venit

Declarația de venit raportată	An fiscal încheiat la 31 decembrie			Stub anterior	Stub curent	LTM
	2005A	2006A	2007A	30.09.2007	30.09.2008	30.09.2008
Vânzări	**1.150,0 USD**	**1.250,0 USD**	**1.350,0 USD**	**1.000,0 USD**	**1.065,0 USD**	**1.415,0 USD**
COGS	760,0	825,0		660,0	700,0	915,0
Profit Brut	**390,0 USD**	**425,0 USD**	**475,0 USD**	**340,0 USD**	**365,0 USD**	**500,0 USD**
SG&A	250,0	275,0	300,0	220,0	255,0	335,0
Alte cheltuieli/(Venituri)	-	-	-	-	-	-
EBIT	**140,0 USD**	**150,0 USD**	**175,0 USD**	**120,0 USD**	**110,0 USD**	**165,0 USD**
Cheltuiala cu dobanda	45,0	40,0	38,5	30,0	29.4	37.9
Venit înainte de impozitare	**95,0 USD**	**110,0 USD**	**136,5 USD**	**90,0 USD**	**80,6 USD**	**127,1 USD**
Impozite pe venit	36.1	41,8	51.9	34.2	30.6	48.3
Dividendele preferate ale dobânzii	-	-	-	-	-	-
fără control	-	-	-	-	-	-
Venitul net	**58,9 USD**	**68,2 USD**	**84,6 USD**	**55,8 USD**	**50,0 USD**	**78,8 USD**
Cota de impozitare efectivă	*38,0%*	*38,0%*	*38,0%*	*38,0%*	*38,0%*	*38,0%*
Media ponderată Acțiuni diluate	53,0	52,0	51,0	51,0	50,0	50,0
EPS diluat	1,11 USD	1,31 USD	1,66 USD	1,09 USD	1,00 USD	1,56 USD

= Anul fiscal anterior + Stub curent - Stub anterior
= 1.350,0 milioane USD + 1.065,0 milioane USD - 1.000,0 milioane USD

Declarația de profit și pierdere ajustată După introducerea contului de profit și pierdere raportat, am făcut ajustări în secțiunea „Declarație de venit ajustată”, după caz, pentru acele elemente pe care le-am stabilit ca fiind nerecurente (a se vedea Anexa 1.47), și anume:

- Câștig înainte de impozitare de 10 milioane USD din vânzarea unei afaceri non-core în T4 2007
- Taxa de evaluare a inventarului înainte de impozitare de 8 milioane USD în T2 2008 legată de uzura produselor
- Cheltuieli de restructurare de 12 milioane USD înainte de impozitare în T3 2008 legate de

costurile de concediere

Deoarece ajustările pentru elemente nerecurente s-au bazat pe raționament, am notat cu atenție ipotezele și sursele noastre.

ANEXA 1.47 Secțiunea Declarația de venit ajustată

Taxă de evaluare a stocurilor („radiere”)

Câștig din vânzarea activităților non-core ("vânzarea activelor") 1 [Taxa de restructurare e

Declarația de venit ajustată	An fiscal încheiat la 31 decembrie			înainte Ciot	Actual Ciot	LTM
	2005A	2006A	2007A	30.09.2007	30.09.2008	30.09.2008
Profit brut raportat	390,0	425,0	475,0	340,0	365,0	500,0 USD
Elemente nerecurente în COGS	-	-	-	-	8.0	8,0 (1)
Adj. Profit Brut	**390,0**	**425,0**	**475,0**	**340,0**	**373,0 USD**	**508,0 USD**
marja %	*33,9%*	*34,0%*	*35,2%*	*34,0%*	*35,0%*	*35,9%*
EBIT raportat	USD 140,0	USD 150,0	USD 175,0	USD 120,0	110,0 USD	165,0 USD
Elemente nerecurente în COGS	-	-	- 1	-	8,0	8.0
Alte elemente nerecurente	-	-	(10,0)	-	12.0	2,0 (2), (3)
EBIT ajustat	**140,0**	**150,0**	**165,0**	**120,0**	**130,0 USD**	**175,0 USD**
marja %	*12,2%*	*12,0%*	*12,2%*	*12,0%*	*12,2%*	*12,4%*
Amortizare și amortizare	33,0	35,0	35,0	30,0	35,0	40,0
EBITDA ajustat	**173,0**	**185,0**	**200,0**	**150,0**	**165,0 USD**	**215,0 USD**
marja %	*15,0%*	*14,8%*	*14,8%*	*15,0%*	*15,5%*	*15,2%*
Venitul net raportat	USD 58,9	USD 68,2	84,6 USD	55,8 USD	50,0 USD	78,8 USD
Elemente nerecurente în COGS	-	-	-	-	8.0	8.0
Alte elemente nerecurente	-	-	(10,0)	-	12.0	2.0
Nefuncţionare Nerec. Articole	-	-	-	-		-
Ajustare fiscală	-	-	3.8 4	-	- (7,6)	(3,8)
Venitul net ajustat	**58,9**	**68,2**	**78,4 USD**	**55,8 USD**	**62,4 USD**	**85,0 USD**
marja %	*5,1%*	*5,5%*	*5,8%*	*5,6%*	*5,9%*	*6,0%*
EPS diluat ajustat	USD 1,11	USD 1,31	1,54 USD	1,09 USD	1,25 USD	1,70 USD

Note 1

(1) În T2 2008, Momper Corp. a înregistrat o taxă de evaluare a inventarului înainte de impozitare de 8 milioane USD legată de învechirea produsului (a se vedea T2 2008 10-Q MD&A, pagina 14).
(2) În T4 2007, Momper Corp. a realizat un câștig înainte de impozitare de 10 milioane USD la vânzarea unei afaceri non-core (a se vedea 2007 10-K MD&A, pagina 45).
(3) În T3 2008, Momper Corp. a recunoscut costuri de restructurare înainte de impozitare în valoare de 12 milioane USD în legătură cu reducerea forței de vânzări (a se vedea T3 2008 10-Q MD&A, pagina 15).

= Ajustare negativă pentru câștig înainte de impozitare la vânzarea activelor x Rată de impozitare marginală
= - (10,0 USD) milioane x 38,0%

= Suplimentare pentru inventarul înainte de impozitare și taxele de restructurare x Rata de impozitare marginală
= - (8,0 milioane USD + 12,0 milioane USD) x 38,0%

După cum se arată în Planșa 1.47, am introdus taxa nerecurentă de învechire a produsului de 8 milioane USD ca supliment în elementele nerecurente din elementul rând COGS sub titlul coloanei „Current Stub 9/30/2008”; am adăugat, de asemenea, taxa de restructurare de 12 milioane USD în rândul altor elemente nerecurente din coloana „Current Stub 9/30/2008”. Câștigul de 10 milioane USD din vânzarea activelor, pe de altă parte, a fost respins din câștigurile raportate (introduse ca valoare negativă) în coloana „2007A”. Aceste calcule au dus la EBIT și EBITDA LTM ajustate de 175 milioane USD, respectiv 215 milioane USD.

Pentru a calcula venitul net ajustat LTM după adăugarea tuturor cheltuielilor nerecurente de 8 milioane USD și, respectiv, 12 milioane USD și scăzând totalul câștigului de 10,0 milioane USD din valoarea vânzării, am efectuat ajustări fiscale în elementul rând de ajustare fiscală.

Aceste ajustări au fost calculate înmulțind fiecare sumă completă cu cea a lui Momper

cota marginală de impozitare de 38%. Acest lucru a dus la un venit net ajustat și un EPS diluat de 85 milioane USD și, respectiv, 1,70 USD.

Statisticile financiare ajustate au servit apoi drept bază pentru calcularea diferitelor rate de rentabilitate a LTM, statistici de credit și multipli de tranzacționare utilizați în analiza de referință (a se vedea Planșele 1.53, 1.54 și 1.55).

Datele privind situația fluxului de numerar Datele istorice D&A și capitalurile Momper au fost introduse direct în pagina de intrare așa cum au apărut în 10-K și 10-Q (a se vedea Anexa 1.48).

ANEXA 1.48 Secțiunea Date privind situația fluxului de numerar

Date privind situația fluxului de numerar

	An fiscal încheiat la 31 decembrie			înainte Ciot	Actual Ciot	LTM
	2005A	2006A	2007A	30.09.2007	30.09.2008	30.09.2008
Amortizare și amortizare	33,0	35,0	35,0	30,0	35,0	40,0
% vânzări	*2,9%*	*2,8%*	*2,6%*	*3,0%*	*3,3%*	*2 . 8 %*
Cheltuieli de capital	25,0	27.5	29,0	22.0	23.0	30,0
% vânzări	*2,2%*	*2,2%*	*2,1%*	*2,2%*	*2 . 2 %*	*2 . 1 %*

Ratele de rentabilitate a investiției LTM

Rentabilitatea capitalului investit Pentru ROIC, am calculat 15,8% împărțind EBIT-ul ajustat al LTM 9/30/08 al Momper de 175 milioane USD (așa cum este calculat în Figura 1.47) la suma datoriilor sale nete medii și a soldurilor capitalurilor proprii pentru perioadele care se termină la 31/12/07 și 91/08/08 (ex.

Rentabilitatea capitalurilor proprii Pentru ROE, am calculat 14,6% împărțind venitul net ajustat al LTM 9/30/08 al Momper de 85 milioane USD (așa cum este calculat în Figura 1.47) la soldul mediu al capitalurilor proprii ale acționarilor pentru perioadele încheiate la 31/12/07 și la 30/09/08 (+ /(2605 milioane USD)).

Rentabilitatea activelor Pentru ROA, am calculat 6,1% împărțind venitul net ajustat al LTM 9/30/08 al Momper de 85 milioane USD la activele totale medii pentru perioadele încheiate la 31/12/07 și 30/09/08 ((1.360 milioane USD + 1.405 milioane USD) / 2).

Randamentul dividendelor Pentru a calcula randamentul dividendelor, am anualizat plata dividendelor Momper de 0,10 USD pe acțiune pentru cel mai recent trimestru (a se vedea Anexa 1.41), ceea ce a implicat o plată anuală a dividendelor de 0,40 USD pe acțiune. Am verificat comunicatele de presă recente pentru a ne asigura că nu au existat modificări în politica de dividende după depunerea 10 Q. Plata implicită a dividendelor anualizate de 0,40 USD per acțiune a fost apoi împărțită la prețul curent al acțiunilor Momper de 20,00 USD pentru a calcula un randament anual implicit al dividendelor de 2%.

Statistici de credit LTM

Capitalizarea datoriei la total Pentru capitalizarea datoriei la total, am împărțit datoria totală a lui Momper de 550 milioane USD la 30.9.08 la suma datoriei totale și

ANEXA 1.49 LTM Secțiunea Indicatori de rentabilitate a investiției

LTM Return on Investment Ratios	
Return on Invested Capital	15.8%
Return on Equity	14.6%
Return on Assets	6.1%
Implied Annual Dividend Yield	2.0%

= LTM Adjusted EBIT / Average (Total Debt$_{2007}$ - Cash$_{2007}$ + Shareholders' Equity$_{2007}$, Total Debt$_{9/30/08}$ - Cash$_{9/30/08}$ + Shareholders' Equity$_{9/30/08}$)
= $175.0 million / (($575.0 million - $25.0 million + $565.0 million) + ($550.0 million - $50.0 million + $600.0 million) / 2)

= LTM Adjusted Net Income / Average (Shareholders' Equity$_{2007}$, Shareholders' Equity$_{9/30/08}$)
= $85.0 million / ($565.0 million + $600.0 million)/2

= LTM Adjusted Net Income / Average (Total Assets$_{2007}$, Total Assets$_{9/30/08}$)
= $85.0 million / ($1,360.0 million + $1,405.0 million) / 2

= (Quarterly Dividend x 4) / Current Share Price
= ($0.10 x 4) / $20.00

capitalurile proprii pentru aceeași perioadă (550 milioane USD + 600 milioane USD). Aceasta a furnizat o rată a datoriei la capitalizarea totală de 47,8% (a se vedea Planşa 1.50).

Datoria totală la EBITDA Pentru datoria totală la EBITDA, am împărțit datoria totală a Momper de 550 milioane USD la EBITDA ajustat LTM 30/09/08 de 215 milioane USD. Acest lucru a oferit un multiplu de levier total de 2,6x (2,3x pe baza datoriei nete).

EBITDA-cheltuieli cu dobânzi Pentru EBITDA-cheltuieli cu dobânzi, am împărțit EBITDA ajustat LTM 9/30/08 al Momper de 215 milioane USD la cheltuielile cu dobânzile de 37,9 milioane USD pentru aceeași perioadă. Acest lucru a oferit un raport de 5,7x. De asemenea, am calculat raportul Momper (EBITDA – capex)-cheltuieli cu dobânzi și EBIT-cheltuieli cu dobânzi la 4,9x și, respectiv, 4,6x.

ANEXA 1,50 LTM Sectiunea Statistica Creditelor

LTM Credit Statistics	
Total Debt / Total Capitalization	47.8%
Total Debt / EBITDA	2.6x
Net Debt / EBITDA	2.3x
EBITDA / Interest Expense	5.7x
(EBITDA-capex) / Interest Expense	4.9x
EBIT / Interest Expense	4.6x

= Total Debt$_{9/30/08}$ / (Total Debt$_{9/30/08}$ + Shareholders' Equity$_{9/30/08}$)
= $550.0 million / ($550.0 million + $600.0 million)

= Total Debt$_{9/30/08}$ / LTM Adjusted EBITDA
= $550.0 million / $215.0 million

= (Total Debt$_{9/30/08}$ - Cash$_{9/30/08}$) / LTM Adjusted EBITDA
= ($550.0 million - $50.0 million) / $215.0 million

= LTM Adjusted EBITDA / LTM Interest Expense
= $215.0 million / $37.9 million

Multiplii de tranzacționare

În secțiunea „Mulți de tranzacționare”, am introdus estimări de consens pentru vânzările Momper din 2008E și 2009E, EBITDA, EBIT și EPS (vezi Anexa 1.51). Aceste estimări, împreună cu valorile calculate ale întreprinderii și ale capitalurilor proprii, au fost utilizate pentru a calcula multiplii de tranzacționare la termen. Datele financiare ajustate LTM ale Momper sunt, de asemenea, legate de această secțiune și sunt utilizate pentru a calcula multiplii de tranzacționare în urmă.

Multiplii valorii întreprinderii Pentru valoarea întreprinderii la EBITDA LTM, am împărțit valoarea întreprinderii Momper de 1.500 milioane USD la EBITDA ajustat LTM 30/09/08 de 215 milioane USD, oferind un multiplu de 7,0x. Pentru EBITDA EV/2008E, am împărțit aceeași valoare a întreprinderii de 1.500 de milioane USD cu EBITDA 2008E al Momper de 225 milioane USD pentru a calcula un multiplu de 6,7x. Aceeași metodologie a fost utilizată pentru EBITDA EV/2009E, precum și pentru multiplii valorii întreprinderii EBIT și ale vânzărilor finale și forward.

Raportul preț-câștig Abordarea pentru calcularea P/E reflectă aceea pentru EV/EBITDA. Am împărțit prețul actual al acțiunilor Momper de 20,00 USD la LTM, 2008E și 2009E EPS de 1,70 USD, 1,80 USD și, respectiv, 2,00 USD. Aceste calcule au furnizat rapoarte P/E de 11,8x, 11,1x și, respectiv, 10,0x.

ANEXA 1.51 Secțiunea Multiplii de tranzacționare

Multiplii de tranzacționare	LTM 30.09.2008	NFY 2008E	NFY+1 2009E
EV/Vânzări	1,1x ï	1,0x	0,9x
Metric	1.415,0	1.475,0 USD	1.600,0 USD
EV/EBITDA	7,0x	6,7x	6,3x
Metric	215,0	225,0 USD	240,0
EV/EBIT	8,6x	8,1x	7,5x
Metric	175,0	185,0 USD	200,0
P/E	11,8x	11,1x	10.0x4
Metric	1,70	1,80 USD	2,00

= Valoarea întreprinderii / Vânzări LTM
= 1.500,0 milioane USD / 1.415,0 milioane USD

= Valoarea întreprinderii / EBITDA 2008E
= 1.500,0 milioane USD / 225,0 milioane USD

= Prețul curent al acțiunii / 2009E EPS = 20,00 USD / 2,00 USD

Ratele de creștere

În secțiunea „Rate de creștere”, am calculat ratele de creștere istorice și estimate ale Momper pentru vânzări, EBITDA și EPS pentru diferite perioade. Pentru datele istorice, am folosit situația financiară ajustată din contul de profit și pierdere din Anexa 1.47. După cum se arată în Figura 1.52, EPS Momper a crescut cu 17,2% din 2006 până în 2007 (creștere istorică de 1 an) și la un CAGR de 17,6% din 2005 până în 2007 (creștere compusă istorică de 2 ani).

Pentru ratele de creștere forward, am folosit estimări consensuale din secțiunea „Mulți de tranzacționare”. Pe un an viitor, rata de creștere a EPS preconizată de Momper pentru 2007A până în 2008E este de 17,1%, cu un CAGR estimat pentru 2007A până în 2009E de 14,1%. Am obținut rata de creștere a EPS pe termen lung a Momper de 15%, care se bazează pe estimările analiștilor de cercetare de acțiuni, din estimări de consens.

ANEXA 1.52 Secțiunea Rate de creștere

Ratele de creștere			
	Vânzări	Adj. EBITDA	Adj. EPS
Istoric			
1 an	*8,0%*	*8,1%*	*17,2%*
CAGR pe 2 ani	*8,3%*	*7,5%*	*17,6%*
Estimată			
1 an	*9,3%*	*12,5%*	*17,1%*
CAGR pe 2 ani	*8,9%*	*9,5%* **1**	L *14,1%*
Pe termen lung			*15,0%*

= Vânzări 2008E / Vânzări 2007A - 1
= 1.475,0 milioane USD / 1.350,0 milioane USD - 1

= (EBITDA 2009E / EBITDA ajustat 2007A) ^ (1 / (2009 - 2007)) - 1
= (240,0 milioane USD / 200,0 milioane USD) ^ (1 / 2) - 1

Pasul IV. Comparați companiile comparabile

După finalizarea pașilor de la I la III, am fost pregătiți să realizăm analiza de evaluare comparativă pentru ValueCo.

Primele două pagini de rezultate ale benchmarking-ului s-au concentrat pe caracteristicile financiare ale comparabilelor, permițându-ne să determinăm poziția relativă a ValueCo în rândul colegilor săi pentru factorii cheie de valoare (a se vedea Figurile 1.53 și 1.54). Această analiză de evaluare comparativă, în combinație cu o revizuire a caracteristicilor cheie ale afacerii (subliniate în Planșa 1.3), ne-a permis, de asemenea, să identificăm cele mai apropiate comparabile ale ValueCo - în acest caz, Lajoux Global, Momper Corp. și McMenamin & Co. Aceste comparabile cele mai apropiate au fost esențiale pentru a ajuta la încadrarea intervalului final de evaluare.

În mod similar, analiza de benchmarking ne-a permis să identificăm valori aberante, cum ar fi Vucic Brands și Paris Industries, care au fost considerate a fi mai puțin relevante datorită dimensiunii și profitabilității lor. În acest caz, nu am eliminat total valorile aberante. Mai degrabă, am ales să grupăm companiile comparabile în trei niveluri în funcție de dimensiune – cu capitalizare mare, cu capitalizare medie și cu capitalizare mică. Companiile din grupurile „Mid-Cap” și „Small-Cap” sunt mai apropiate ca dimensiune și alte caracteristici de afaceri și financiare de ValueCo și, prin urmare, mai relevante în opinia noastră. Cu toate acestea, companiile din grupul „Large-Cap” au oferit o perspectivă suplimentară ca parte a unei analize mai amănunțite.

Am folosit pagina de ieșire din Anexa 1.55 pentru a analiza și compara multiplii de tranzacționare pentru comparabilele ValueCo. După cum s-a discutat anterior, performanța financiară se traduce de obicei direct în evaluare (adică, cei mai buni performanți tind să primească o evaluare premium față de colegii lor, în timp ce cei mai întârziați tranzacționează cu reducere). Prin urmare, noi

ANEXA 1.53 ValueCo Corporation: Analiză comparativă – Statistici și rapoarte financiare, Pagina 1

ValueCo Corporation

Benchmarking Analysis – Financial Statistics and Ratios, Page 1

($ in millions, except per share data)

		Market Valuation		LTM Financial Statistics					LTM Profitability Margins				Growth Rates						
									Gross			Net	Sales		EBITDA		EPS		
Company	Ticker	Equity Value	Enterprise Value	Sales	Gross Profit	EBITDA	EBIT	Net Income	Profit (%)	EBITDA (%)	EBIT (%)	Income (%)	Hist. 1-year	Est. 1-year	Hist. 1-year	Est. 1-year	Hist. 1-year	Est. 1-year	Est. LT
ValueCo Corporation	**NA**	**NA**	**NA**	**$978**	**$372**	**$147**	**$127**	**$66**	**38%**	**15%**	**13%**	**7%**	**9%**	**8%**	**13%**	**8%**	**NA**	**NA**	**NA**
Tier I: Large-Cap																			
Vucic Brands	VUC	$8,829	$14,712	$8,670	$3,468	$1,739	$1,474	$603	40%	20%	17%	7%	11%	10%	11%	10%	11%	13%	16%
Pearl Corp.	PRL	8,850	11,323	12,750	4,335	1,607	1,352	695	34%	13%	11%	5%	9%	7%	9%	7%	8%	9%	13%
Spalding Co.	SLD	7,781	8,369	8,127	3,007	1,138	975	557	37%	14%	12%	7%	9%	6%	9%	6%	8%	6%	14%
Leicht & Co.	LCT	7,456	9,673	8,109	2,879	1,281	1,014	525	36%	16%	13%	6%	9%	9%	9%	9%	8%	10%	11%
Drook Corp.	DRK	5,034	6,161	6,708	2,415	885	738	407	36%	13%	11%	6%	10%	7%	9%	6%	10%	7%	10%
Mean									**37%**	**15%**	**13%**	**6%**	**9%**	**8%**	**9%**	**8%**	**9%**	**9%**	**13%**
Median									**36%**	**14%**	**12%**	**6%**	**9%**	**7%**	**9%**	**7%**	**8%**	**9%**	**13%**
Tier II: Mid-Cap																			
Goodson Corp.	GDS	$4,368	$5,534	$6,125	$2,144	$796	$613	$318	35%	13%	10%	5%	15%	7%	15%	7%	14%	8%	13%
The DiNucci Group	TDG	3,772	5,202	6,489	2,271	779	454	213	35%	12%	7%	3%	10%	7%	10%	7%	1%	10%	15%
Pryor, Inc.	PRI	3,484	4,764	4,223	1,563	657	507	261	37%	16%	12%	6%	10%	9%	13%	13%	10%	5%	14%
Adler Industries	ADL	2,600	3,149	3,895	1,441	471	323	171	37%	12%	8%	4%	7%	8%	7%	8%	7%	9%	11%
Lanzarone International	LNZ	1,750	2,139	2,286	846	299	252	131	37%	13%	11%	6%	8%	7%	9%	8%	7%	7%	15%
Mean									**36%**	**13%**	**10%**	**5%**	**10%**	**8%**	**11%**	**9%**	**8%**	**8%**	**14%**
Median									**37%**	**13%**	**10%**	**5%**	**10%**	**7%**	**10%**	**8%**	**7%**	**8%**	**14%**
Tier III: Small-Cap																			
Lajoux Global	LJX	$1,050	$1,650	$1,775	$641	$232	$198	$83	36%	13%	11%	5%	10%	8%	14%	9%	26%	11%	13%
Momper Corp.	MOMP	1,000	1,500	1,415	508	215	175	85	36%	15%	12%	6%	8%	9%	8%	13%	17%	17%	15%
McMenamin & Co.	MCM	630	705	571	221	97	70	32	39%	17%	12%	6%	5%	9%	10%	10%	9%	9%	14%
Trip Co.	TRIP	321	441	486	170	66	49	21	35%	14%	10%	4%	13%	9%	13%	9%	13%	16%	12%
Paris Industries	PRS	156	192	352	106	35	21	11	30%	10%	6%	3%	5%	8%	5%	8%	4%	7%	10%
Mean									**35%**	**14%**	**10%**	**5%**	**8%**	**9%**	**10%**	**10%**	**14%**	**12%**	**13%**
Median									**36%**	**14%**	**11%**	**5%**	**8%**	**9%**	**10%**	**9%**	**13%**	**11%**	**13%**
Overall																			
Mean									**36%**	**14%**	**11%**	**5%**	**9%**	**8%**	**10%**	**9%**	**10%**	**9%**	**13%**
Median									**36%**	**13%**	**11%**	**6%**	**9%**	**8%**	**9%**	**8%**	**9%**	**9%**	**13%**
High									**40%**	**20%**	**17%**	**7%**	**15%**	**10%**	**15%**	**13%**	**26%**	**17%**	**16%**
Low									**30%**	**10%**	**6%**	**3%**	**5%**	**6%**	**5%**	**6%**	**1%**	**5%**	**10%**

Sursa: Documentele companiei, Bloomberg, Estimări de consens

Notă: Datele din ultimele douăsprezece luni se bazează pe 30 septembrie 2008. Date financiare anuale estimate pe baza

ANEXA 1.54 ValueCo Corporation: Analiză comparativă – Statistici și rapoarte financiare, Pagina 2

ValueCo Corporation
Benchmarking Analysis – Financial Statistics and Ratios, Page 2
($ in millions, except per share data)

	General Information			Return on Investment				LTM Leverage Ratios			LTM Coverage Ratios			Credit Ratings	
Company	Ticker	FYE	Predicted Beta	ROIC (%)	ROE (%)	ROA (%)	Implied Div. Yield (%)	Debt / Tot. Cap. (%)	Debt / EBITDA (x)	Net Debt / EBITDA (x)	EBITDA / Int. Exp. (x)	EBITDA - Cpx/ Int. (x)	EBIT / Int. Exp. (x)	Moody's	S&P
ValueCo Corporation	**NA**	**Dec-31**	**NA**	**13%**	**10%**	**6%**	**NA**	**31%**	**2.0x**	**2.0x**	**7.2x**	**6.2x**	**6.2x**	**NA**	**NA**
Tier I: Large-Cap															
Vucic Brands	VUC	Dec-31	1.05	13%	11%	4%	2%	49%	3.2x	3.1x	4.3x	3.7x	3.7x	Baa2	BBB
Pearl Corp.	PRL	Dec-31	0.95	19%	14%	6%	4%	42%	2.3x	1.5x	7.0x	5.8x	5.9x	Baa2	BBB+
Spalding Co.	SLD	Sep-30	1.15	23%	15%	8%	4%	22%	0.9x	0.5x	14.8x	12.4x	12.6x	A3	A-
Leicht & Co.	LCT	Dec-31	1.25	16%	13%	6%	NA	36%	1.9x	1.7x	7.7x	6.7x	6.1x	Baa3	BBB-
Drook Corp.	DRK	Dec-31	1.10	20%	17%	6%	2%	40%	1.9x	1.3x	10.9x	9.7x	9.1x	Baa2	BBB
Mean			**1.10**	**18%**	**14%**	**6%**	**3%**	**38%**	**2.0x**	**1.6x**	**8.9x**	**7.6x**	**7.5x**		
Median			**1.10**	**19%**	**14%**	**6%**	**3%**	**40%**	**1.9x**	**1.5x**	**7.7x**	**6.7x**	**6.1x**		
Tier II: Mid-Cap															
Goodson Corp.	GDS	Dec-31	1.35	17%	12%	6%	NA	33%	1.6x	1.5x	8.0x	4.9x	6.1x	Ba1	BB+
The DiNucci Group	TDG	Apr-30	1.23	12%	9%	3%	NA	43%	2.4x	1.8x	7.0x	4.7x	4.1x	Ba1	BBB-
Pryor, Inc.	PRI	Dec-31	1.15	19%	16%	6%	3%	49%	2.4x	1.9x	7.6x	7.0x	5.9x	Baa3	BBB-
Adler Industries	ADL	Dec-31	1.11	12%	8%	4%	NA	20%	1.2x	1.2x	10.0x	7.5x	6.8x	Baa1	BBB+
Lanzarone International	LNZ	Dec-31	1.08	19%	13%	6%	2%	34%	1.7x	1.3x	7.5x	5.8x	6.3x	Ba1	BB+
Mean			**1.18**	**16%**	**12%**	**5%**	**2%**	**36%**	**1.9x**	**1.5x**	**8.0x**	**6.0x**	**5.9x**		
Median			**1.15**	**17%**	**12%**	**6%**	**2%**	**34%**	**1.7x**	**1.5x**	**7.6x**	**5.8x**	**6.1x**		
Tier III: Small-Cap															
Lajoux Global	LJX	Dec-31	1.35	15%	13%	5%	NA	51%	3.1x	2.6x	3.7x	3.2x	3.1x	B1	B+
Momper Corp.	MOMP	Dec-31	1.25	16%	15%	6%	2%	48%	2.6x	2.3x	5.7x	4.9x	4.6x	Ba2	BB
McMenamin & Co.	MCM	Dec-31	1.19	17%	9%	5%	2%	42%	2.6x	0.8x	5.2x	3.7x	2.0x	Ba2	BB
Trip Co.	TRIP	Jan-31	0.85	14%	9%	5%	NA	37%	2.1x	1.8x	4.3x	3.5x	3.2x	Ba3	BB-
Paris Industries	PRS	Dec-31	1.15	8%	5%	3%	NA	39%	3.8x	1.0x	10.1x	4.5x	6.1x	NA	NA
Mean			**1.16**	**14%**	**10%**	**5%**	**2%**	**43%**	**2.8x**	**1.7x**	**5.8x**	**4.0x**	**3.8x**		
Median			**1.19**	**15%**	**9%**	**5%**	**2%**	**42%**	**2.6x**	**1.8x**	**5.2x**	**3.7x**	**3.2x**		
Overall															
Mean			**1.15**	**16%**	**12%**	**5%**	**3%**	**39%**	**2.3x**	**1.6x**	**7.6x**	**5.9x**	**5.7x**		
Median			**1.15**	**16%**	**13%**	**6%**	**2%**	**40%**	**2.3x**	**1.5x**	**7.5x**	**4.9x**	**5.9x**		
High			**1.35**	**23%**	**17%**	**8%**	**4%**	**51%**	**3.8x**	**3.1x**	**14.8x**	**12.4x**	**12.6x**		
Low			**0.85**	**8%**	**5%**	**3%**	**2%**	**20%**	**0.9x**	**0.5x**	**3.7x**	**3.2x**	**2.0x**		

Sursa: Documentele companiei, Bloomberg, Estimări de

ANEXA 1.55 ValueCo Corporation: Analiza companiilor comparabile – Pagina de ieșire de tranzacționare cu multipli

ueCo Corporation

parable Companies Analys

llions, except per share data)

Sursa: Documentele companiei, Bloomberg, Estimări de consens

Notă: Datele din ultimele douăsprezece luni se bazează pe 30 septembrie 2008. Date financiare anuale estimate pe baza

concentrat pe multiplii pentru cele mai apropiate comparabile de la ValueCo ca bază pentru încadrarea evaluării.

Pasul V. Determinați evaluarea

Mijloacele și medianele pentru universul comparabile Mid-Cap și Small-Cap au ajutat la stabilirea unui interval inițial de evaluare pentru ValueCo, cu maximele și minimele oferind o perspectivă suplimentară. Ne-am uitat, de asemenea, la comparabile Large-Cap pentru ghidare periferică. Cu toate acestea, pentru a ajusta gama, ne-am concentrat pe acele comparabile - considerate cele mai apropiate de ValueCo în ceea ce privește afacerile și profilul financiar - și anume, Lajoux Global, Momper Corp. și McMenamin & Co., precum și Adler Industries și Lanzarone International într-o măsură mai mică.

Companiile din sectorul ValueCo tind să tranzacționeze pe baza multiplilor forward EV/EBITDA. Prin urmare, ne-am încadrat evaluarea ValueCo pe baza multiplilor EV/EBITDA pentru cele mai apropiate comparabile, selectând intervale de 6,25x până la 7,25x EBITDA 2008E și 5,75x până la 6,75x EBITDA 2009E. Am analizat, de asemenea, evaluarea implicită bazată pe un interval de 6,5x până la 7,5x LTM EBITDA.

ANEXA 1.56 ValueCo Corporation: Interval de evaluare implicită – Valoarea întreprinderii

ValueCo Corporation
Interval de evaluare implicit
(milioane USD, LTM 30.09.2008)

EBITDA	Metric	Interval multiplu	Valoarea implicită a întreprinderii	
LTM	146,7	6,50x – 7,50x	953,3 USD –	1.100,0
2008E	150,0	6,25x – 7,25x	937,5 –	1.087,5
2009E	162,0	5,75x – 6,75x	931,5 –	1.093,5

Intervalele multiple alese din Figura 1.56 s-au tradus într-un interval implicit al valorii întreprinderii de aproximativ 932 milioane USD până la 1.100 milioane USD. Acest interval de evaluare implicit este de obicei afișat într-un format precum cel prezentat în Anexa 1.57 (cunoscut sub numele de „teren de fotbal”) pentru o eventuală comparație cu alte metodologii de evaluare, despre care vom discuta în capitolele următoare.

EXHIBITUL 1.57 Teren de fotbal ValueCo care afișează companii comparabile

($ în milioane)
Companii comparabile

6,5x – 7,5x EBITDA LTM

6,25x – 7,25x EBITDA 2008E

5,75x – 6,75x EBITDA 2009E



850 USD **$900** **$950** **$1,000** **$1,050** **$1,100** **$1,150**

CAPITOLUL 2

Analiza tranzacțiilor precedente

P Analiza tranzacțiilor precedente („tranzacții precedente” sau „compoziții de tranzacție”), ca și analiza companiilor comparabile, utilizează o abordare bazată pe multipli pentru a determina un interval de evaluare implicit pentru o anumită companie, divizie, afacere sau colecție de active („țintă”). Se bazează pe multipli plătiți pentru companii comparabile în tranzacții anterioare de fuziuni și achiziții. Tranzacțiile precedente are o gamă largă de aplicații, în special pentru a ajuta la determinarea unui interval potențial de preț de vânzare pentru o companie, sau o parte a acesteia, într-o tranzacție de fuziuni și achiziții sau restructurare.

Selectarea unui univers adecvat de achiziții comparabile este fundația pentru efectuarea tranzacțiilor precedente. Acest proces încorporează o abordare similară cu cea pentru determinarea unui univers de companii comparabile. Cele mai bune achiziții comparabile implică în mod obișnuit companii similare țintei la un nivel fundamental (adică, împărtășind caracteristici cheie de afaceri și financiare, cum ar fi cele prezentate în Capitolul 1, vezi Figura 1.3).

Ca și în cazul tranzacțiilor de tranzacționare, este adesea dificil să obțineți un univers robust de achiziții cu adevărat comparabile. Acest exercițiu poate cere ceva creativitate și perseverență din partea bancherului. De exemplu, nu este neobișnuit să se ia în considerare tranzacții care implică companii din sectoare diferite, dar înrudite, care pot împărtăși piețe finale, canale de distribuție sau profiluri financiare similare. Ca regulă generală, cele mai recente tranzacții (adică cele care au avut loc în ultimii doi-trei ani) sunt cele mai relevante, deoarece probabil au avut loc în condiții de piață similare cu tranzacția avută în vedere. În unele cazuri, totuși, tranzacțiile mai vechi pot fi adecvate pentru a evalua dacă au avut loc într-un moment similar din ciclul de afaceri al țintei sau din mediul macroeconomic.

În condiții normale de piață, compensațiile de tranzacție tind să ofere o gamă multiplă mai mare decât compensațiile de tranzacționare din două motive principale. În primul rând, cumpărătorii plătesc în general o „primă de control” atunci când cumpără o altă companie. În schimbul acestei prime, dobânditorul primește dreptul de a controla deciziile privind activitatea țintei și fluxurile de numerar subiacente. În al doilea rând, cumpărătorii strategici au adesea oportunitatea de a realiza sinergii, ceea ce sprijină capacitatea de a plăti prețuri de achiziție mai mari. Sinergiile se referă la economiile de costuri așteptate, oportunitățile de creștere și alte beneficii financiare care apar ca urmare a combinării a două afaceri.

Potențialii dobânditori se uită îndeaproape la multiplii care au fost plătiți pentru achiziții comparabile. Ca rezultat, se așteaptă ca bancherii și profesioniștii în investiții să cunoască multiplii tranzacțiilor pentru domeniile lor de interes sectorial. Ca și în Capitolul 1, acest capitol utilizează o abordare pas cu pas pentru efectuarea tranzacțiilor precedente, așa cum se arată în Figura 2.1, urmată de o analiză ilustrativă pentru ValueCo.

Pasul I. Selectați Universul Achizițiilor Comparabile

EXHIBIT 2.1 Precedent Transactions Analysis Steps

Pasul II. Găsiți informațiile financiare și legate de tranzacție necesare
Pasul III. Răspândiți statistici cheie, rapoarte și multipli de tranzacție
Pasul IV. Evaluarea comparativă a achizițiilor comparabile
Pasul V. Determinați evaluarea

REZUMAT AL PAȘILOR DE ANALIZĂ A TRANZACȚIUNILOR PRECEDENTE

- **Pasul I. Selectați Universul Achizițiilor Comparabile.** Identificarea unui univers de achiziții comparabile este primul pas în efectuarea tranzacțiilor comps. Acest exercițiu, ca și determinarea unui univers de companii comparabile pentru tranzacționarea de compuși, poate fi adesea provocator și necesită o înțelegere puternică a țintei și a sectorului său. Ca punct de plecare, bancherul se consultă de obicei cu colegii sau colegii seniori pentru a vedea dacă există deja în interior un set relevant de achiziții comparabile. În cazul în care bancherul pornește de la zero, vă sugerăm să căutați prin bazele de date de fuziuni și achiziții, să examineze istoricul de fuziuni și achiziții al țintei și al companiilor comparabile ale acesteia și să revizuiască împuternicirile de fuziune ale companiilor comparabile pentru listele de achiziții comparabile selectate dezvăluite în opiniile de corectitudine. Rapoartele de cercetare privind acțiunile și veniturile fixe pentru țintă (dacă sunt publice), companiile sale comparabile și sectorul general pot furniza, de asemenea, liste de achiziții comparabile, inclusiv date financiare relevante (doar în scopuri de referință).

  Ca parte a acestui proces, bancherul caută să învețe cât mai multe despre circumstanțele specifice și dinamica tranzacției fiecărei tranzacții. Acest lucru este deosebit de important pentru rafinarea universului și, în cele din urmă, pentru a perfecționa cele mai „mai bune" achiziții comparabile.

- **Pasul II. Găsiți informațiile financiare și legate de tranzacție necesare.** Această secțiune se concentrează pe obținerea de informații financiare și legate de tranzacții pentru tranzacțiile de fuziuni și achiziții care implică atât companii publice, cât și private. Localizarea informațiilor despre achiziții comparabile este invariabil mai ușoară pentru tranzacțiile care implică companii publice (inclusiv companii private cu titluri de creanță înregistrate public) din cauza cerințelor de dezvăluire a SEC. Din motive de concurență, totuși, achizitorii publici protejează uneori aceste detalii și dezvăluie doar informații care sunt cerute de lege sau regulament. Pentru tranzacțiile de fuziuni și achiziții care implică companii private , este adesea dificil – și uneori imposibil – să obțineți informații financiare complete (sau orice) necesare pentru a determina multiplii tranzacțiilor lor.

- **Pasul III. Răspândiți statistici cheie, rapoarte și multipli de tranzacție.** Odată ce informațiile relevante legate de tranzacție și financiare au fost găsite, bancherul este pregătit să distribuie fiecare tranzacție selectată. Aceasta implică introducerea datelor cheie ale tranzacției referitoare la prețul de achiziție, forma de contrapartidă și statisticile financiare țintă într-o pagină de intrare, unde sunt calculați multiplii relevanți pentru fiecare tranzacție. Multiplii cheie utilizați pentru tranzacțiile precedente

  reflectă pe cele utilizate pentru companii comparabile (de exemplu, valoarea întreprinderii la EBITDA și valoarea capitalului propriu la venitul net). Ca și în cazul companiilor comparabile, anumite sectoare se pot baza, de asemenea, pe indicatori suplimentari sau de altă natură pentru a obține evaluarea (a se vedea Capitolul 1, Figura 1.33). Diferența notabilă este că multiplii tranzacțiilor precedente reflectă adesea o primă plătită de dobânditor pentru

control și potențiale sinergii. În plus, multiplii pentru tranzacțiile precedente sunt de obicei calculați pe baza statisticilor financiare LTM reale (disponibile la momentul anunțării tranzacției).

- **Pasul IV. Evaluarea comparativă a achizițiilor comparabile.** Ca și în cazul tranzacțiilor de tranzacționare, următorul nivel de analiză implică un studiu aprofundat al achizițiilor comparabile selectate, astfel încât să le identifice pe cele mai relevante pentru evaluarea țintei. Ca parte a acestei analize de benchmarking, bancherul examinează statisticile financiare cheie și ratele pentru companiile achiziționate, cu ochiul către cele mai comparabile cu țintă. Paginile de ieșire, cum ar fi cele prezentate în Anexele 1.53 și 1.54 din Capitolul 1, facilitează această analiză. Sunt examinate și alte circumstanțe și dinamice relevante ale tranzacțiilor.

  Multiplii de tranzacție pentru fiecare achiziție selectată sunt legați de o foaie de ieșire unde pot fi comparați cu ușurință unul față de celălalt și cu universul mai larg (a se vedea Anexa 2.2). Fiecare tranzacție precedentă este examinată îndeaproape ca parte a rafinării finale a universului, cele mai bune tranzacții comparabile fiind identificate și valorile aberante evidente eliminate. În cele din urmă, un bancher de sector cu experiență este consultat pentru a ajuta la determinarea universului final.

- **Pasul V. Determinați evaluarea.** În tranzacțiile precedente, multiplii universului de achiziții comparabile selectat sunt utilizați pentru a deriva un interval de evaluare implicit pentru țintă. Bancherul folosește în mod obișnuit multiplii medii și mediani din univers ca ghid pentru a stabili un interval de evaluare preliminară pentru țintă, limitele înalte și scăzute servind și ca puncte de referință. Aceste calcule servesc adesea ca precursor pentru un nivel mai profund de analiză prin care bancherul utilizează multiplii din cele mai relevante tranzacții pentru a ancora intervalul final de evaluare. Adesea, bancherul se concentrează pe doar două sau trei dintre cele mai asemănătoare tranzacții. Odată ce un bancher experimentat este consultat pentru a finaliza intervalul de multipli alese, punctele finale sunt înmulțite cu statisticile financiare LTM adecvate ale țintei pentru a produce un interval de evaluare implicit. Ca și în cazul compensațiilor de tranzacționare, intervalul de evaluare implicit al țintei este apoi verificat și este comparat cu rezultatul din alte metodologii de evaluare.

ANEXA 2.2 Pagina de ieșire a Multiplilor

ValueCo Corporation
Precedent Transactions Analysis
($ in millions)

							Enterprise Value /			LTM	Equity Value /	Premiums Paid		
Date Announced	Acquirer	Target	Transaction Type	Purchase Consideration	Equity Value	Enterprise Value	LTM Sales	LTM EBITDA	LTM EBIT	EBITDA Margin	LTM Net Income	Days Prior to Unaffected 1	7	30
11/3/2008	Pearl Corp.	Rosenbaum Industries	Public / Public	Cash	$1,700	$2,000	1.5x	8.0x	9.1x	18%	13.6x	30%	27%	33%
10/30/2008	Goodson Corp.	Schneider & Co.	Public / Public	Cash / Stock	932	1,232	1.2x	7.6x	8.7x	16%	13.9x	29%	32%	31%
6/22/2008	Leicht & Co.	ParkCo	Public / Private	Cash	650	875	1.1x	7.1x	8.1x	15%	12.0x	NA	NA	NA
4/15/2008	Pryor, Inc.	Bress Products	Public / Public	Stock	1,301	1,326	1.6x	8.5x	12.5x	19%	14.4x	29%	36%	34%
10/1/2007	The Hochberg Group	Whalen Inc.	Sponsor / Private	Cash	225	330	1.3x	7.7x	9.2x	17%	13.3x	NA	NA	NA
8/8/2007	Cole Manufacturing	Gordon Inc.	Public / Public	Stock	2,371	2,796	1.4x	8.0x	10.7x	18%	17.7x	33%	31%	36%
7/6/2007	Eu-Han Capital	Rughwani International	Sponsor / Public	Cash	1,553	2,233	1.2x	7.5x	9.3x	15%	12.4x	38%	42%	43%
11/9/2006	The Meisner Group	Kamras Brands	Sponsor / Public	Cash	916	936	1.2x	7.3x	8.3x	16%	13.1x	34%	35%	36%
6/21/2006	Domanski Capital	Neren Industries	Sponsor / Public	Cash	1,248	1,798	1.0x	7.2x	8.3x	13%	16.0x	35%	37%	39%
3/20/2006	Lanzarone International	Falk & Sons	Public / Private	Cash	360	530	0.9x	6.5x	8.1x	14%	10.6x	NA	NA	NA
Mean							**1.2x**	**7.5x**	**9.2x**	**16%**	**13.7x**	**33%**	**34%**	**36%**
Median							**1.2x**	**7.5x**	**8.9x**	**16%**	**13.4x**	**33%**	**35%**	**36%**
High							**1.6x**	**8.5x**	**12.5x**	**19%**	**17.7x**	**38%**	**42%**	**43%**
Low							**0.9x**	**6.5x**	**8.1x**	**13%**	**10.6x**	**29%**	**27%**	**31%**

PASUL I. SELECTAȚI UNIVERSUL ACHIZIȚIILOR COMPARABILE

Identificarea unui univers de achiziții comparabile este primul pas în realizarea compozițiilor tranzacțiilor. Acest exercițiu, ca şi determinarea unui univers de companii comparabile pentru tranzacționarea de compuși, poate fi adesea provocator și necesită o înțelegere solidă a țintei și a sectorului său. Băncile de investiții au în general baze de date interne privind tranzacțiile de fuziuni și achiziții care conțin multipli relevanți și alte date financiare pentru sectoarele de interes, care sunt actualizate după caz pentru tranzacțiile nou anunțate. Din zece, însă, bancherul trebuie să înceapă de la zero.

Când este practic, bancherul se consultă cu colegii sau colegii seniori cu cunoștințe de primă mână despre tranzacțiile relevante. Bancherii seniori pot fi de ajutor în stabilirea peisajului de bază prin identificarea tranzacțiilor cheie dintr-un anumit sector . Spre sfârșitul procesului de screening, îndrumarea unui bancher cu experiență este benefică pentru rafinarea finală a universului.

Ecran pentru achiziții comparabile

Scopul inițial atunci când se verifică achiziții comparabile este de a localiza cât mai multe tranzacții potențiale posibil pentru o perioadă de timp recentă și relevantă și apoi de a rafina și mai mult universul. Mai jos sunt câteva sugestii pentru crearea unei liste inițiale de achiziții comparabile.

- Căutați baze de date de fuziuni și achiziții, cum ar fi SDC Platinum, [55]care permite examinarea tranzacțiilor de fuziuni și achiziții prin mai multe criterii de căutare, inclusiv coduri SIC/NAICS, dimensiunea tranzacției, forma de considerare, perioada de timp și geografia, printre altele
- Examinați istoricul fuziunilor și achizițiilor țintei și determinați multiplii pe care i-a plătit și primit pentru cumpărarea și, respectiv, vânzarea afacerilor sale
- Revizuiți universul țintă de companii comparabile (după cum este determinat în Capitolul 1) și examinați istoricul M&A al fiecărei companii comparabile
- Căutați împuterniciri de fuziune pentru achiziții comparabile, deoarece acestea conțin de obicei extrase din opinie(e) de corectitudine care citează o listă de tranzacții selectate analizate de consilierii financiari.
- Analizați rapoartele de cercetare privind acțiunile și veniturile fixe pentru țintă (dacă sunt publice), companiile comparabile și sectorul acesteia, deoarece acestea pot furniza liste de achiziții comparabile, inclusiv date financiare relevante (doar în scopuri de referință)

Examinați alte considerații

Odată ce este selectat un set inițial de achiziții comparabile, este important ca bancherul să înțeleagă mai bine circumstanțele și contextul specific.

pentru fiecare tranzacție. Deși, în general, acești factori nu modifică lista de achiziții comparabile care trebuie examinate, înțelegerea „povestirii" din spatele fiecărei tranzacții îl ajută pe bancher să interpreteze mai bine multiplul plătit, precum și relevanța acestuia pentru ținta evaluată. Următorul nivel de analiză implică examinarea unor factori precum condițiile pieței și dinamica tranzacțiilor.

Condițiile de piață Condițiile de piață se referă la mediul de afaceri și economic , precum și la starea

[55]Thomson Reuters SDC Platinum TM este o bază de date de tranzacții financiare care oferă informații detaliate despre noile emisiuni, fuziuni și achiziții, împrumuturi sindicalizate, capital privat și multe altele. Alte aplicații dedicate tranzacțiilor de fuziuni și achiziții includ Capital IQ și FactSet Mergerstat, ambele fiind servicii de abonament.

predominantă a piețelor de capital, la momentul unei tranzacții date. Ele trebuie privite în contextul unor sectoare și cicluri specifice (de exemplu, locuințe, oțel și tehnologie). Aceste condiții afectează în mod direct disponibilitatea și costul finanțării achiziției și, prin urmare, influențează prețul pe care un dobânditor este dispus sau capabil să îl plătească. Ele afectează, de asemenea, încrederea cumpărătorului și vânzătorului în ceea ce privește efectuarea unei tranzacții.

De exemplu, la apogeul bulei tehnologice de la sfârșitul anilor 1990 și începutul anilor 2000, multe companii de tehnologie și telecomunicații au fost achiziționate cu multipli fără precedent. Finanțarea prin capitaluri proprii a fost predominantă în această perioadă, deoarece companiile și-au folosit stocurile, care au fost evaluate la niveluri record, ca monedă de achiziție. Încrederea sălii de consiliu a fost, de asemenea, ridicată, ceea ce a sprijinit activitatea de fuziuni și achiziții avute în vedere . După izbucnirea bulei și ajustarea condițiilor pieței, activitatea de fuziuni și achiziții a încetinit dramatic, iar companiile și-au schimbat mâinile pentru fracțiuni din multiplii observați cu doar câțiva ani mai devreme. Multiplii plătiți pentru companii în această perioadă au devenit rapid irelevante pentru evaluarea valorii în epoca următoare.

În mod similar, în contextul record de finanțare a datoriei cu rate scăzute de la mijlocul anilor 2000, achizitorii (sponsorii financiari, în special) au putut să susțină prețuri de cumpărare mai mari decât cele istorice, datorită dorinței pieței de a furniza datorii abundente și ieftine în condiții favorabile. Cu toate acestea, în criza creditului care a urmat, care a început în a doua jumătate a anului 2007, finanțarea prin datorii a devenit limitată și costisitoare, schimbând astfel dramatic percepția valorii. Ca urmare, întregul peisaj de fuziuni și achiziții s-a schimbat, inclusiv volumul tranzacțiilor și perspectivele cumpărătorilor asupra evaluării.

Dinamica tranzacțiilor Dinamica tranzacțiilor se referă la circumstanțele specifice care înconjoară o anumită tranzacție. De exemplu:

- A fost dobânditorul un cumpărător strategic sau un sponsor financiar?
- Care au fost motivațiile cumpărătorului și vânzătorului pentru tranzacție?
- Obiectul a fost vândut printr-un *proces de licitație* sau *prin vânzare negociată* ? Natura înțelegerii a fost *prietenoasă* sau *ostilă* ?
- Care a fost contravaloarea achiziției (adică combinația de numerar și stoc)?

Aceste informații pot oferi o perspectivă asupra factorilor care ar fi putut avea un impact asupra prețului plătit de dobânditor.

Cumpărător strategic vs. sponsor financiar În mod tradițional, cumpărătorii strategici au putut plăti prețuri de achiziție mai mari decât sponsorii financiari datorită capacității lor potențiale de a realiza sinergii din tranzacție, printre alți factori, inclusiv costuri mai mici

a capitalului și a pragurilor de rentabilitate. Cu toate acestea, în perioadele de piețe de credit robuste, cum ar fi mijlocul anilor 2000, sponsorii au reușit să exercite un efect de pârghie mai mare asupra țintelor și, prin urmare, să concureze mai eficient cu cumpărătorii strategici la prețul de cumpărare. În criza creditului care a urmat, avantajul a revenit către cumpărătorii strategici, deoarece numai cele mai puternice și mai solvabile companii au fost capabile să obțină finanțare pentru achiziții.

Motivații Motivațiile cumpărătorului și vânzătorului pot juca, de asemenea, un rol important în interpretarea prețului de cumpărare. De exemplu, un cumpărător strategic se poate „întinde” să plătească

un preț mai mare pentru un activ dacă există sinergii substanțiale de realizat și/sau activul este esențial pentru planul său strategic („valoarea deficitului"). În mod similar, un sponsor financiar poate fi mai agresiv în ceea ce privește prețul dacă pot fi realizate sinergii prin combinarea țintei cu o companie existentă de portofoliu. Din perspectiva vânzătorului, motivațiile pot influența și prețul de cumpărare. O corporație care are nevoie de numerar și care vinde o afacere non-core, de exemplu, poate acorda prioritate vitezei de execuție, siguranței de finalizare și altor considerații structurale, care pot duce la o evaluare mai mică decât o strategie pură de maximizare a valorii.

Procesul de vânzare și natura tranzacției Trebuie de asemenea examinate tipul procesului de vânzare și natura tranzacţiei. De exemplu, licitațiile, prin care ținta este cumpărată către mai mulți potențiali cumpărători, sunt concepute pentru a maximiza dinamica competitivă cu scopul de a produce cea mai bună ofertă la cel mai mare preț posibil. Situațiile ostile, în care ținta caută în mod activ alternative la o preluare propusă de către un anumit cumpărător, pot produce, de asemenea, prețuri de cumpărare mai mari. Pe de altă parte, într-o *fuziune a* unei tranzacții egale bazată pe parteneriat, ambele părți pot renunța la o primă, deoarece participă colectiv la creşterea (de exemplu, creșterea și sinergiile) în timp.

Considerentul de cumpărare Utilizarea stocurilor ca o parte semnificativă a contraprestației de cumpărare tinde să aibă ca rezultat o evaluare mai mică (măsurată prin multipli și prime plătite) decât pentru o tranzacție în totalitate în numerar. Explicația principală pentru această apariție este că atunci când acționarii țintă primesc acțiuni, ei păstrează o participație în capitalul propriu în entitatea combinată și, prin urmare, se așteaptă să împărtășească profitul (impulsați de creștere și realizarea de sinergii). Acţionarii ţintă păstrează, de asemenea, posibilitatea de a obţine o primă de control la o dată ulterioară printr-o vânzare viitoare a companiei. Drept urmare , acționarii țintă pot solicita o compensație inițială mai mică decât pentru o tranzacție în numerar în care nu pot participa la oportunitățile de creare de valoare care rezultă din combinarea celor două companii.

PASUL II. LOCALIZAȚI OFERTA NECESARĂ SI INFORMATII FINANCIARE

Această secțiune se concentrează pe obținerea de informații cheie legate de tranzacții și financiare pentru tranzacțiile de fuziuni și achiziții care implică atât ținte publice, cât și private. Localizarea informațiilor despre achiziții comparabile este invariabil mai ușoară pentru tranzacțiile care implică ținte publice (inclusiv companii private cu titluri de creanță înregistrate public) din cauza cerințelor de dezvăluire a SEC.

Pentru tranzacțiile de fuziuni și achiziții care implică ținte private, disponibilitatea unei informații suficiente depinde de obicei de utilizarea titlurilor publice ca finanțare a achizițiilor. În multe cazuri, este adesea dificil și uneori imposibil să obțineți informații financiare complete (sau orice) necesare pentru a determina multiplii tranzacțiilor în astfel de tranzacții. Din motive de concurență, chiar și achizitorii publici pot proteja aceste detalii și pot dezvălui doar informații care sunt cerute de lege sau regulament. Cu toate acestea, bancherul plin de resurse efectuează căutări de informații despre tranzacțiile private prin știri și diferite baze de date. În unele cazuri, aceste căutări furnizează date suficiente pentru a determina prețul de achiziție și statisticile financiare-țintă cheie; în alte cazuri, pur și simplu nu există suficiente informații relevante disponibile.

Mai jos, am grupat sursele primare pentru localizarea informațiilor financiare și legate de tranzacții necesare pentru răspândirea achizițiilor comparabile în categorii separate pentru ținte publice și private.

Ținte publice

Declarație de procură Într-o tranzacție de fuziune într-o singură etapă, [56]ținta obține aprobarea acționarilor săi printr-un vot la o adunare a acționarilor. Înainte de vot, ținta oferă dezvăluiri adecvate acționarilor printr-o declarație de procură. Declarația de procură conține un rezumat al contextului și termenilor tranzacției , o descriere a analizei financiare care stau la baza opiniei de corectitudine a consilierilor financiari, o copie a contractului definitiv de cumpărare/vânzare („acord definitiv") și rezumat și date financiare pro forma (dacă este cazul, în funcție de forma contraprestației). Ca atare, este o sursă primară de localizare a informațiilor cheie utilizate pentru a răspândi o tranzacție precedentă. Declarația de procură este depusă la SEC sub codurile PREM14A (preliminar) și DEFM14A (definitiv).

În cazul în care un dobânditor public emite noi acțiuni care depășesc 20% din acțiunile sale înainte de tranzacție în circulație pentru a finanța contravaloarea achiziției, [57]va trebui, de asemenea, să depună o declarație de procură pentru ca acționarii săi să voteze asupra tranzacției propuse. În plus, o declarație de înregistrare pentru a înregistra oferta și vânzarea de acțiuni trebuie depusă la SEC dacă nu este disponibilă nicio scutire de la cerințele de înregistrare.[58]

Schedule TO/Schedule 14D-9 Într-o ofertă de licitație, achizitorul se oferă să cumpere acțiuni direct de la acționarii țintei. [59]Ca parte a acestui proces, achizitorul trimite prin poștă o Ofertă de Cumpărare acționarilor țintei și depune un Schedule TO. Ca răspuns la oferta de licitație, ținta depune un Program 14D-9 în termen de zece zile lucrătoare de la

începutul. Anexa 14D-9 conține o recomandare din partea consiliului de administrație al țintei către acționarii țintei cu privire la modul de răspuns la oferta de licitație, incluzând de obicei o opinie de corectitudine. Anexa TO și Anexa 14D-9 includ același tip de informații cu privire la termenii tranzacției, așa cum sunt enunțați într-o declarație de proxy.

Declarație de înregistrare/prospect (S-4, 424B) Atunci când un dobânditor public emite acțiuni ca parte a contraprestației de cumpărare pentru o țintă publică, dobânditorului i se cere de obicei să depună o declarație de înregistrare/prospect pentru ca acele acțiuni să poată fi tranzacționate liber de către acționarii țintei. În mod similar, dacă dobânditorul emite titluri de creanță publică (sau titluri de creanță destinate a fi înregistrate) [60]pentru a finanța achiziția, trebuie să depună și o declarație de înregistrare/prospect. Declarația de înregistrare/prospectul conține termenii emiterii, condițiile materiale

[56]O tranzacție de fuziuni și achiziții pentru ținte publice în care acționarii aprobă tranzacția la o adunare oficială a acționarilor în conformitate cu legislația de stat relevantă. Consultați Capitolul 6: Procesul de vânzare de fuziuni și achiziții pentru informații suplimentare.

[57]Cerința pentru votul acționarilor în această situație rezultă din regulile de listare ale Bursei de Valori din New York și ale Bursei de Valori Nasdaq. În cazul în care valoarea acțiunilor emise este mai mică de 20% din nivelurile înainte de tranzacție sau dacă contravaloarea fuziunii constă în totalitate în numerar sau datorii, acționarii dobânditorului nu au, de obicei, dreptul de a vota asupra tranzacției.

[58]Atunci când atât dobânditorului, cât și țintă li se cere să pregătească declarații de procură și/sau de înregistrare , acestea combină de obicei declarațiile într-un document de prezentare comună.

[59]O ofertă publică este o ofertă de cumpărare de acțiuni în numerar. Un dobânditor poate efectua, de asemenea, o ofertă de schimb, în temeiul căreia acțiunile țintei sunt schimbate cu acțiuni ale dobânditorului.

[60]Titlurile de creanță sunt de obicei vândute cumpărătorilor instituționali calificați (QIB) printr-un plasament privat în conformitate cu Regula 144A din Actul Securities Act din 1933, și apoi înregistrate la SEC în termen de un an de la emitere, astfel încât să poată fi tranzacționate pe o bursă deschisă. Acest lucru se face pentru a accelera vânzarea titlurilor de creanță, deoarece înregistrarea SEC, care implică revizuirea declarației de înregistrare de către SEC, poate dura câteva săptămâni sau luni. Odată ce revizuirea documentației de către SEC este finalizată, emitentul efectuează o ofertă de schimb în conformitate cu care investitorii schimbă obligațiunile neînregistrate cu obligațiuni înregistrate.

ale tranzacției și detaliile prețului de cumpărare. De asemenea, poate conține informații financiare privind dobânditorul și țintă , inclusiv pe o bază pro forma, pentru a reflecta finalizarea tranzacției (dacă este cazul, în funcție de semnificația tranzacției).[61]

Anexa 13E-3 În funcție de natura tranzacției, un „în privat”[62] acordul poate necesita o dezvăluire sporită. De exemplu, într-un LBO al unei companii publice în care un „afiliat” (cum ar fi un director executiv al companiei sau un acționar semnificativ) face parte din grupul de cumpărare, SEC solicită o dezvăluire mai largă a informațiilor utilizate în procesul de luare a deciziilor în Anexa 13E-3. Elementele de dezvăluire din Anexa 13E-3 includ materiale cum ar fi prezentări către consiliul de administrație al țintei de către consilierii săi financiari în sprijinul opiniei (opiniilor) de corectitudine efectivă.

8-K În plus față de dosarele SEC menționate mai sus, informațiile cheie despre tranzacție pot fi obținute de la 8-K care este depusă la anunțarea tranzacției. În general, o țintă publică trebuie să depună un 8-K în termen de patru zile lucrătoare de la anunțul tranzacției. În cazul în care o companie publică vinde o filială sau divizie de dimensiuni semnificative, compania-mamă depune de obicei un 8-K la anunțarea tranzacției. Achizitorii publici sunt, de asemenea, obligați să depună un 8-K la anunț pentru tranzacții semnificative. [63]Un achizitor privat nu trebuie să depună un 8-K, deoarece nu este

sub rezerva cerințelor SEC de divulgare. Atunci când este depusă în contextul unei tranzacții de fuziuni și achiziții, 8-K conține o scurtă descriere a tranzacției, precum și comunicatul de presă corespunzător și acordul definitiv ca exponate.

Comunicatul de presă depus la anunț conține de obicei un rezumat al condițiilor tranzacției, rațiunea tranzacției și o descriere a țintei și a achizitorului. În cazul în care există modificări substanțiale ale condițiilor tranzacției în urma anunțului inițial, bancherul folosește 8-K pentru tranzacția finală anunțată (și comunicatul de presă anexat) ca bază pentru calcularea multiplilor tranzacției. Aceasta este o întâmplare relativ comună în situațiile competitive în care două sau mai multe părți intră într-un război de licitație pentru o țintă.

10-K și 10-Q 10-K și 10-Q ale țintei sunt sursele primare pentru localizarea informațiilor necesare pentru a calcula statisticile financiare LTM relevante, inclusiv ajustări pentru elemente nerecurente și evenimente recente semnificative. Cele mai recente 10-K și 10-Q pentru perioada care se încheie înainte de data anunțului servesc de obicei ca sursă pentru informațiile necesare pentru a calcula statisticile financiare LTM și datele bilanțului țintei. În unele cazuri, bancherul poate folosi o înregistrare după anunț dacă informațiile financiare sunt considerate mai relevante. 10-K și 10-Q sunt de asemenea bazate pentru a furniza informații despre acțiunile în circulație ale țintei și despre opțiuni/warrants.[64]

Cercetare privind acțiunile și veniturile fixe Rapoartele de cercetare privind acțiunile și veniturile

[61]O declarație comună de împuternicire/înregistrare încorporează de obicei aplicația 10-K și 10-Q ale achizitorului și țintei ca sursă de informații financiare.
[62]O companie „devine privată” atunci când se angajează în anumite tranzacții care au ca efect radierea acțiunilor sale de la o bursă publică de valori. În plus, în funcție de circumstanțe, este posibil ca o companie publică să nu mai fie obligată să depună rapoarte la SEC atunci când își reduce numărul acționarilor la mai puțin de 300.
[63]În general, o achiziție trebuie să fie raportată într-un 8-K dacă activele, venitul sau valoarea țintei cuprind 10% sau mai mult din cele ale dobânditorului. În plus, pentru tranzacții mai mari
în cazul în care activele, veniturile sau valoarea țintei cuprind 20% sau mai mult din valoarea dobânditorului, dobânditorul trebuie să depună un 8-K care să conțină informații financiare istorice despre țintă și informații financiare pro forma în termen de 75 de zile de la finalizarea achiziției.
[64]Declarația de proxy poate conține informații mai recente privind numărul de acțiuni decât 10-K sau 10-Q.

fixe oferă adesea informații utile despre tranzacții, inclusiv informații despre ajustările pro forma și sinergiile așteptate. În plus, rapoartele de cercetare oferă de obicei culoare asupra dinamicii tranzacțiilor și a altor circumstanțe.

Ținte private

O țintă privată (adică, un filer non-public) nu este obligată să depună în mod public documentația într-o tranzacție de fuziuni și achiziții, atâta timp cât aceasta nu este supusă cerințelor de dezvăluire SEC. Prin urmare, obținerea de informații relevante cu privire la țintele private depinde de tipul de achiziție și/sau de finanțare a achiziției.

Atunci când un dobânditor public cumpără o țintă privată (sau o divizie/filială a unei companii publice), i se poate solicita să depună anumite documente de divulgare. De exemplu, în cazul în care dobânditorul folosește titluri publice ca parte a contraprestației de cumpărare pentru o țintă privată, este necesar să depună o declarație de înregistrare/prospect. În plus, dacă dobânditorul emite acțiuni care depășesc 20% din acțiunile sale înainte de tranzacție, o declarație de procură este depusă la SEC și trimisă prin poștă acționarilor săi, astfel încât aceștia să poată evalua tranzacția propusă și să voteze. După cum sa discutat anterior, indiferent de tipul de finanțare, achizitorul depune un 8-K la anunțarea și finalizarea tranzacțiilor semnificative.

Pentru LBO-urile țintelor private, disponibilitatea informațiilor necesare depinde de faptul dacă titlurile de datorie publică (de obicei obligațiuni cu randament ridicat) sunt emise ca parte a finanțării. În acest caz, S-4 conține datele relevante privind prețul de cumpărare și informațiile financiare țintă pentru a răspândi tranzacția precedentă.

Tranzacțiile achizitorului privat/țintă privată (inclusiv LBO) care implică finanțare nepublică sunt cele mai dificile tranzacții pentru care să se obțină informații, deoarece nu există cerințe de dezvăluire SEC. În aceste situații, bancherul trebuie să se bazeze pe surse mai puțin formale pentru informații despre tranzacții, cum ar fi comunicatele de presă și articolele de știri. Aceste știri pot fi găsite căutând pe site-ul web corporativ al unei companii, precum și prin servicii de informare precum Bloomberg, Factiva, LexisNexis și Thomson Reuters. Bancherul ar trebui, de asemenea, să caute în reviste comerciale relevante specifice sectorului pentru posibile dezvăluiri. Cu toate acestea, orice informații furnizate cu privire la aceste tranzacții private se bazează pe dezvăluirea discreționară de către părțile implicate. Ca urmare, în multe cazuri este imposibil să se obțină chiar și informații de bază despre tranzacții pe care să se poată baza, împiedicând astfel utilizarea acestor tranzacții pentru a determina evaluarea.

Rezumatul depunerilor SEC primare în tranzacțiile de fuziuni și achiziții

Anexa 2.3 oferă o listă a documentelor cheie SEC care pot fi utilizate pentru a obține date relevante legate de tranzacții și pentru a viza informații financiare pentru efectuarea tranzacțiilor precedente. În general, dacă este cazul, declarația de procură definitivă sau documentul de ofertă de licitație ar trebui să servească drept sursă principală pentru datele legate de tranzacție.

Figura 2.4 oferă o privire de ansamblu asupra surselor de informații despre tranzacții în tranzacțiile companiilor publice și private.

PASUL III. RĂSPĂȘIȚI STATISTICILE CHEIE, RATIOURI ȘI MULTIPLI DE TRANZACȚIE

Odată ce informațiile relevante legate de tranzacție și financiare au fost găsite, bancherul este pregătit să distribuie fiecare tranzacție selectată. Aceasta implică introducerea datelor cheie ale tranzacției referitoare la prețul de cumpărare, forma de contrapartidă și statisticile financiare țintă într-o pagină de intrare, cum ar fi cea prezentată în Anexa 2.5, unde sunt calculați multiplii relevanți pentru fiecare tranzacție. Este creată o foaie de intrare pentru fiecare achiziție comparabilă, care, la rândul său, se alimentează în foile de ieșire rezumative utilizate pentru analiza de evaluare comparativă. În paginile care urmează, explicăm datele financiare afișate pe pagina de intrare și calculele din spatele lor.

Calcularea statisticilor financiare cheie și a rapoartelor

Procesul de răspândire a statisticilor financiare cheie și a ratelor pentru tranzacțiile precedente este similar cu cel prezentat în Capitolul 1 pentru companii comparabile (a se vedea Figurile 1.53 și 1.54). Prin urmare, accentul nostru pentru această secțiune este pe anumite nuanțe pentru calcularea valorii capitalului propriu și a valorii întreprinderii în tranzacțiile precedente, inclusiv în diferite scenarii de considerare a achiziției. De asemenea, discutăm despre analiza primelor plătite și sinergiile.

ANEXA 2.3 Depuneri SEC primare în tranzacții de fuziuni și achiziții—Emitenți din SUA

Dosare SEC	Descriere
Declarații de procură și alte documente de divulgare	
PREM14A/DEFM14A	Declarație de procură preliminară/definitivă referitoare la o tranzacție de M&A
PREM14C/DEFM14C [a]	Informații preliminare/definitive referitoare la o tranzacție de M&A
Programul 13E-3	Depus pentru a raporta tranzacțiile private inițiate de anumiți emitenți sau afiliații acestora
Documentele ofertei de licitație	
Programează TO	Depus de către un dobânditor la începerea unei oferte de licitație
Programul 14D-9	Recomandare din partea consiliului de administrație al țintei cu privire la modul în care acționarii ar trebui să răspundă la o ofertă de achiziție
Declarație de înregistrare/Prospect	
S-4	Declarație de înregistrare pentru valorile mobiliare emise în legătură cu o combinare de întreprinderi sau cu o ofertă de schimb. Poate include declarația de procură a dobânditorului și/sau a țintei publice
424B	Prospect
Rapoarte curente și periodice	
8-K	Atunci când este depusă în contextul unei tranzacții de fuziuni și achiziții, utilizat pentru a dezvălui o achiziție sau vânzare semnificativă a companiei sau a unei divizii/filiale
10-K și 10-Q	Rapoartele anuale și trimestriale aplicabile ale companiei țintă

[a] În anumite circumstanțe, o *declarație de informare* este trimisă acționarilor în loc de o declarație de procură. Acest lucru se întâmplă dacă unul sau mai mulți acționari cuprind majoritatea și pot aproba tranzacția printr-un consimțământ scris, caz în care nu este necesar votul acționarilor. O declarație de informații conține, în general, aceleași informații ca o declarație de proxy.

Valoarea capitalului propriu Valoarea capitalului propriu („prețul de cumpărare a capitalului propriu" sau „valoarea ofertei") pentru țintele publice în tranzacțiile precedente este calculată într-un mod similar cu cel pentru companiile comparabile. Cu toate acestea, se bazează pe prețul de ofertă anunțat pe acțiune, spre deosebire de prețul de închidere a acțiunii într-o anumită zi. Pentru a calcula valoarea capitalului propriu pentru obiectivele publice de fuziuni și achiziții, prețul de ofertă pe acțiune este înmulțit cu - acțiunile în circulație ale țintei diluate complet la prețul de ofertă dat. De exemplu, dacă dobânditorul oferă acționarilor țintei 20,00 USD per acțiune și ținta are 50 de milioane de acțiuni diluate complet în circulație (pe baza TSM la acel preț), prețul de cumpărare a acțiunilor ar

ANEXA 2.4 Informații despre tranzacție în funcție de tipul țintă

	Tip țintă	
Element de informare	**Public**	**Privat**
Data Anunțului	■ 8-K / Comunicat de presă	■ Achizitor 8-K / Apăsare Eliberare ■ Runda de știri
Condiții cheie ale tranzacției	■ 8-K / Comunicat de presă ■ Proxy ■ Programează TO ■ 14D-9 ■ Declarație de înregistrare / Prospect (S-4, 424B) ■ 13E-3	■ Achizitor 8-K / Apăsare Eliberare ■ Acquirer Proxy ■ Declarație de înregistrare / Prospect (S-4, 424B) ■ Baza de date M&A ■ Runda de știri ■ Publicații comerciale
Date financiare	■ Ținta 10-K/ 10-Q ■ 8-K ■ Proxy ■ Declarație de înregistrare / Prospect (S-4, 424B) ■ 13E-3	■ Achizitor 8-K ■ Acquirer Proxy ■ Declarație de înregistrare / Prospect (S-4, 424B) ■ Baza de date M&A ■ Runda de știri ■ Publicații comerciale
Date despre preț	■ Informații financiare Serviciu	N / A

[a] Ar trebui să fie actualizat pentru modificări la acordul definitiv sau un nou acord definitiv pentru un nou cumpărător.

fi de 1.000 de milioane de dolari (20,00 x 50 de milioane de dolari). În acele cazuri în care dobânditorul cumpără mai puțin de 100% din acțiunile în circulație ale țintei, valoarea capitalului propriu trebuie majorată pentru a calcula valoarea capitalului propriu implicită pentru întreaga companie.

La calcularea acțiunilor diluate complet pentru tranzacțiile precedente, toate opțiunile și warrant-urile în bani în circulație sunt convertite la prețurile lor de exercitare medii ponderate, indiferent dacă sunt sau nu exercitabile. [65]Ca și în cazul calculului acțiunilor diluate complet în circulație pentru companii comparabile, nu se presupune că opțiunile și warrant-urile în afara banilor sunt convertite. Pentru valorile mobiliare convertibile și legate de acțiuni, bancherul trebuie să stabilească dacă acestea sunt în bani și să efectueze conversia în conformitate cu termenii și prevederile privind *schimbarea controlului,* așa cum sunt detaliate în declarația de

[65]Presupune că toate opțiunile și warrant-urile neavizate se devin la o schimbare a controlului (care reflectă de obicei circumstanțele reale) și că nu există detalii mai bune pentru prețurile de exercitare decât cele menționate în 10-K sau 10-Q.

înregistrare/prospect.

EXHIBIT 2.5 Precedent Transactions Input Page Template

Acquisition of Target by Acquirer
Input Page
($ in millions, except per share data)

General Information		
Target		**Target**
Ticker		TRGT
Fiscal Year Ending		Jan-00
Marginal Tax Rate		-
Acquirer		**Acquirer**
Ticker		ACQR
Fiscal Year Ending		Jan-00
Date Announced		1/0/1900
Date Effective		1/0/1900
Transaction Type		NA
Purchase Consideration		NA

Calculation of Equity and Enterprise Value		
Offer Price per Share		
Cash Offer Price per Share		-
Stock Offer Price per Share		-
Exchange Ratio	-	
Acquirer Share Price	-	
Offer Price per Share		-
Fully Diluted Shares Outstanding		-
Implied Equity Value		-
Implied Enterprise Value		
Plus: Total Debt		-
Plus: Preferred Stock		-
Plus: Noncontrolling Interest		-
Less: Cash and Cash Equivalents		-
Implied Enterprise Value		-

LTM Transaction Multiples	
EV/Sales	NA
Metric	-
EV/EBITDA	NA
Metric	-
EV/EBIT	NA
Metric	-
P/E	NA
Metric	-

Premiums Paid		
Transaction Announcement		**Premium**
1 Day Prior	-	NA
Unaffected Share Price		
1 Day Prior	-	NA
7 Days Prior	-	NA
30 Days Prior	-	NA

Source Documents	Period	Date Filed
Target 10-K	1/0/1900	1/0/1900
Target 10-Q	1/0/1900	1/0/1900
Target 8-K		1/0/1900
Target DEFM14A		1/0/1900
Acquirer 424B		1/0/1900
Acquirer 8-K		1/0/1900

Reported Income Statement	FYE 1/0/1900	Prior Stub 1/0/1900	Current Stub 1/0/1900	LTM 1/0/1900
Sales	-	-	-	-
COGS	-	-	-	-
Gross Profit	-	-	-	-
SG&A	-	-	-	-
Other Expense / (Income)	-	-	-	-
EBIT	-	-	-	-
Interest Expense	-	-	-	-
Pre-tax Income	-	-	-	-
Income Taxes	-	-	-	-
Noncontrolling Interest	-	-	-	-
Preferred Dividends	-	-	-	-
Net Income	-	-	-	-
Effective Tax Rate	NA	NA	NA	NA
Weighted Avg. Diluted Shares	-	-	-	-
Diluted EPS	NA	NA	NA	NA

Adjusted Income Statement				
Reported Gross Profit	-	-	-	-
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-
Adjusted Gross Profit	-	-	-	-
% margin	NA	NA	NA	NA
Reported EBIT	-	-	-	-
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-
Other Non-recurring Items	-	-	-	-
Adjusted EBIT	-	-	-	-
% margin	NA	NA	NA	NA
Depreciation & Amortization	-	-	-	-
Adjusted EBITDA	-	-	-	-
% margin	NA	NA	NA	NA
Reported Net Income	-	-	-	-
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-
Other Non-recurring Items	-	-	-	-
Non-operating Non-rec. Items	-	-	-	-
Tax Adjustment	-	-	-	-
Adjusted Net Income	-	-	-	-
% margin	NA	NA	NA	NA
Adjusted Diluted EPS	-	-	-	-

Cash Flow Statement Data				
Depreciation & Amortization	-	-	-	-
% sales	NA	NA	NA	NA
Capital Expenditures	-	-	-	-
% sales	NA	NA	NA	NA

Notes
(1) [to come]
(2) [to come]
(3) [to come]
(4) [to come]
(5) [to come]

Target Description
[to come]

Acquirer Description
[to come]

Comments
[to come]

Calculation of Fully Diluted Shares Outstanding	
Basic Shares Outstanding	-
Plus: Shares from In-the-Money Options	-
Less: Shares Repurchased from Option Proceeds	-
Net New Shares from Options	-
Plus: Shares from Convertible Securities	-
Fully Diluted Shares Outstanding	-

Options/Warrants

Tranche	Number of Shares	Exercise Price	In-the-Money Shares	Proceeds
Batch 1	-	-	-	-
Batch 2	-	-	-	-
Batch 3	-	-	-	-
Batch 4	-	-	-	-
Batch 5	-	-	-	-
Total	-		-	-

Convertible Securities

	Amount	Conversion Price	Conversion Ratio	New Shares
Issue 1	-	-	-	-
Issue 2	-	-	-	-
Issue 3	-	-	-	-
Issue 4	-	-	-	-
Issue 5	-	-	-	-
Total				-

Pentru tranzacțiile de fuziuni și achiziții în care ținta este privată, valoarea capitalului propriu este pur și simplu valoarea întreprinderii minus orice datorie netă asumată/refinanțată.

Contravaloarea achiziției Contravaloarea achiziției se referă la combinația de numerar, acțiuni și/sau

alte valori mobiliare pe care dobânditorul le oferă acționarilor țintă. În unele cazuri, forma contraprestației poate afecta percepția acționarilor țintă asupra valorii încorporate în ofertă. De exemplu, unii acționari pot prefera numerar în locul stocurilor ca plată datorită valorii sale garantate. Pe de altă parte, unii acționari pot prefera compensarea acțiunilor pentru a participa la potențialul de creștere al companiilor combinate. Consecințele fiscale și alte aspecte pot juca, de asemenea, un rol decisiv în orientarea preferințelor acționarilor.

Cele trei tipuri principale de considerație pentru capitalul propriu al unei ținte sunt total numerar, stoc pentru stoc și mix numerar/acțiuni.

Tranzacție în totalitate în numerar După cum implică termenul, într-o tranzacție în totalitate în numerar, dobânditorul face o ofertă de a cumpăra toate sau o parte din acțiunile țintă în circulație pentru numerar (a se vedea Figura 2.6). Acest lucru face un calcul simplu al valorii capitalului propriu prin înmulțirea prețului de ofertă în numerar pe acțiune cu numărul de acțiuni în circulație complet diluate. Numerarul reprezintă cea mai curată formă de monedă și certitudinea valorii pentru toți acționarii. Cu toate acestea, primirea unei astfel de contraprestații declanșează în mod obișnuit un eveniment impozabil, spre deosebire de schimbul sau primirea de acțiuni, care, dacă este structurat corespunzător, nu este impozabil până când acțiunile sunt în cele din urmă vândute.

ANEXA 2.6 Extras din comunicatul de presă pentru tranzacția integrală în numerar

> CLEVELAND, Ohio – 30 iunie 2008 – AcquirerCo și TargetCo au anunțat astăzi că cele două companii au încheiat un acord definitiv pentru ca AcquirerCo să achiziționeze capitalul social al TargetCo, o companie deținută public, într-o tranzacție integrală în numerar la un preț de aproximativ 1,0 miliarde USD sau 20,00 USD per acțiune. Achiziția este supusă aprobărilor acționarilor și reglementărilor TargetCo și altor condiții obișnuite de închidere și este de așteptat să se încheie în al patrulea trimestru al anului 2008.

Tranzacție stoc-pe-acțiuni Într-o tranzacție stoc-pe-acțiuni, calculul valorii capitalului propriu se bazează fie pe un *raport de schimb fix* , fie pe un *raport de schimb flotant* („preț fix"). Raportul de schimb este calculat ca preț de ofertă pe acțiune împărțit la prețul acțiunii dobânditorului. Un raport de schimb fix, care este mai comun decât o structură de preț fix, este un raport al câte acțiuni din acțiunile dobânditorului sunt schimbate pentru fiecare acțiune din acțiunile țintă. Într-un raport de schimb flotant, numărul de acțiuni achizitorului schimbate cu acțiuni țintă fluctuează astfel încât să asigure o valoare fixă pentru acționarii țintă.

Rata de schimb fixă Un raport de schimb fix definește numărul de acțiuni ale acțiunilor dobânditorului care urmează să fie schimbate pentru fiecare acțiune din acțiunile țintă. Conform Planului 2.7, dacă AcquirerCo este de acord să schimbe jumătate din acțiunile sale pentru fiecare acțiune din acțiunile TargetCo, raportul de schimb este de 0,5.

ANEXA 2.7 Extras din comunicatul de presă pentru structura raportului de schimb fix

CLEVELAND, Ohio – 30 iunie 2008 – AcquirerCo a anunțat un acord definitiv pentru achiziționarea TargetCo într-o tranzacție cu toate acțiunile evaluate la 1,0 miliarde USD. Conform termenilor acordului, care a fost aprobat de ambele consilii de administrație, acționarii TargetCo vor primi, la un raport de schimb fix, 0,50 acțiuni din acțiunile comune AcquirerCo pentru fiecare acțiune din acțiunile comune TargetCo. Pe baza prețului acțiunilor AcquirerCo din 27 iunie 2008, de 40,00 USD, acesta reprezintă un preț de 20,00 USD per acțiune a acțiunilor comune TargetCo.

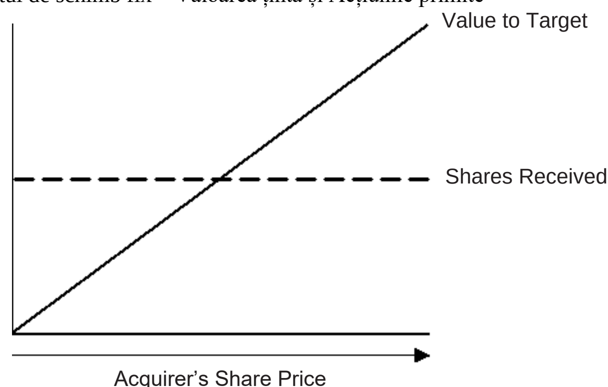
Pentru tranzacțiile precedente, prețul de ofertă per acțiune se calculează prin înmulțirea raportului de schimb cu prețul acțiunii dobânditorului, de obicei cu o zi înainte de anunț (a se vedea Anexa 2.8).

ANEXA 2.8 Calcularea prețului de ofertă pe acțiune și a valorii capitalurilor proprii într-o structură cu rata de schimb fixă

Offer Price per Share	Exchange Ratio	Acquirer's Share Price	
Equity Value	Exchange Ratio	Acquirer's Share Price	Target's Fully Diluted Shares Outstanding

Într-o structură a raportului de schimb fix, prețul de ofertă per acțiune (valoare la țintă) se mișcă în conformitate cu prețul acțiunii de bază al dobânditorului. Cu toate acestea, valoarea acțiunilor dobânditorului primite este constantă (a se vedea Figura 2.9). De exemplu, dacă - însumăm că TargetCo are 50 de milioane de acțiuni complet diluate în circulație, va primi 25 de milioane de acțiuni din acțiunile AcquirerCo. Acțiunile primite de țintă și procentele de proprietate corespunzătoare pentru dobânditor și țintă rămân fixe indiferent

ANEXA 2.9 Raportul de schimb fix – Valoarea țintă și Acțiunile primite



a mișcării prețului acțiunilor între executarea acordului definitiv („semnare") și încheierea tranzacției (presupunând că nu există protecție structurală pentru dobânditor sau țintă, cum ar fi

un *guler*).[66]

În urma anunțului unei tranzacții, piața începe imediat să asimileze informațiile dezvăluite public. Ca răspuns, prețurile acțiunilor țintă și ale dobânditorului încep să se tranzacționeze în conformitate cu percepția pieței asupra tranzacției. [67]Prin urmare, ținta își asumă riscul unei scăderi a prețului acțiunilor dobânditorului, dar păstrează potențialul de a participa la creștere, atât imediat, cât și în timp. Rata de schimb fix este utilizat mai frecvent decât rata de schimb flotant, deoarece „leagă" prețurile acțiunilor ambelor părți, permițându-le astfel să împartă riscul (sau oportunitatea) din mișcările post-anunț.

Rata de schimb flotantă Un raport de schimb variabil reprezintă suma stabilită în dolari pe acțiune pe care dobânditorul a fost de acord să o plătească pentru fiecare acțiune din acțiunile țintă sub formă de acțiuni din acțiunile dobânditorului. Conform Planului 2.10, acționarii TargetCo vor primi acțiuni AcquirerCo în valoare de 20,00 USD pentru fiecare acțiune din acțiunile TargetCo pe care le dețin.

ANEXA 2.10 Extras din comunicatul de presă pentru structura ratei de schimb flotant

> CLEVELAND, Ohio – 30 iunie 2008 – AcquirerCo și TargetCo au anunțat astăzi încheierea unui acord definitiv în temeiul căruia AcquirerCo va achiziționa TargetCo pentru acțiuni. În conformitate cu acordul, acționarii TargetCo vor primi 20,00 USD din acțiuni comune AcquirerCo pentru fiecare acțiune din acțiunile comune TargetCo pe care le dețin. Numărul de acțiuni AcquirerCo care urmează să fie emise acționarilor TargetCo va fi calculat pe baza prețului mediu de închidere al acțiunilor ordinare AcquirerCo pentru cele 30 de zile de tranzacționare imediat precedente celei de-a treia zi de tranzacționare înainte de închiderea tranzacției.

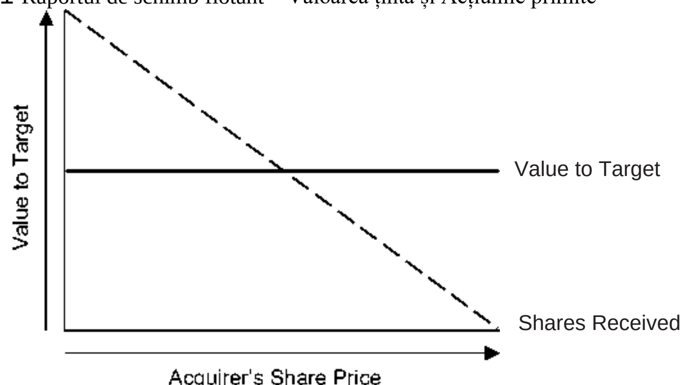
Într-o structură a raportului de schimb flotant, spre deosebire de un raport de schimb fix, prețul de ofertă în dolari pe acțiune (valoare la țintă) este stabilit și numărul de acțiuni schimbate fluctuează în funcție de mișcarea prețului acțiunilor dobânditorului (a se vedea Anexa 2.11).

Numărul de acțiuni care urmează să fie schimbate se bazează de obicei pe o medie a prețului acțiunilor dobânditorului pentru o anumită perioadă de timp înainte de încheierea tranzacției. Această structură oferă acționarilor țintă o mai mare siguranță în ceea ce privește valoarea primită, deoarece dobânditorul își asumă riscul total de scădere a prețului acțiunilor sale (presupunând că nu există protecție structurală pentru dobânditor). În general, un raport de schimb flotant este utilizat atunci când dobânditorul este semnificativ mai mare decât ținta. Este justificat în aceste cazuri pe baza faptului că, deși o scădere semnificativă a activității țintei nu are un impact semnificativ asupra valorii dobânditorului, reciproca nu este adevărată.

[66]Într-o tranzacție cu raport de schimb fix, un guler poate fi folosit pentru a garanta o anumită gamă de prețuri pentru acționarii țintei. De exemplu, o țintă poate accepta un preț de ofertă de 20,00 USD per acțiune bazat pe un raport de schimb de 1:2, cu un guler care garantează că acționarii vor primi nu mai puțin de 18,00 USD și nu mai mult de 22,00 USD, indiferent de modul în care acțiunile dobânditorului tranzacționează între semnare și închidere.

[67]Factorii luați în considerare de piață atunci când evaluează o tranzacție propusă includ meritul strategic, economia tranzacției, sinergiile și probabilitatea de închidere.

ANEXA 2.11 Raportul de schimb flotant – Valoarea țintă și Acțiunile primite



Tranzacție cu numerar și acțiuni Într-o tranzacție cu numerar și acțiuni, dobânditorul oferă o combinație de numerar și acțiuni ca contraprestație de cumpărare (a se vedea Figura 2.12).

ANEXA 2.12 Extras din comunicatul de presă pentru tranzacții cu numerar și acțiuni

> CLEVELAND, Ohio – 30 iunie 2008 – AcquirerCo și TargetCo au anunțat astăzi că au semnat un acord definitiv prin care AcquirerCo va achiziționa TargetCo la un preț de achiziție de aproximativ 1,0 miliarde USD într-un amestec de numerar și acțiuni AcquirerCo. Conform termenilor acordului, care a fost aprobat în unanimitate de consiliile de administrație ale ambelor companii, acționarii TargetCo vor primi 10,00 USD în numerar și 0,25 acțiuni comune AcquirerCo pentru fiecare acțiune TargetCo în circulație. Pe baza prețului de închidere al AcquirerCo de 40,00 USD pe 27 iunie 2008, AcquirerCo va emite un total de aproximativ 12,5 milioane de acțiuni din acțiunile sale comune și va plăti un total de aproximativ 500,0 milioane USD în numerar în tranzacție.

Partea în numerar a ofertei reprezintă o valoare fixă pe acțiune pentru deținătorii de acțiuni țintă. Porțiunea de stoc a ofertei poate fi stabilită în funcție de un raport de schimb fix sau flotant. Calcularea prețului de ofertă pe acțiune și a valorii capitalului propriu într-o tranzacție în numerar și acțiuni (presupunând un raport de schimb fix) este prezentat în Figura 2.13.

ANEXA 2.13 Calcularea prețului de ofertă pe acțiune și a valorii capitalului propriu într-un numerar și acțiuni
Tranzacție

Offer Price per Share | Cash Offer per Share | Exchange Ratio | Acquirer's Share Price

Equity Value | Cash Offer per Share | Exchange Ratio | Acquirer's Share Price) x Target's Fully Diluted Shares Outstanding

Valoarea întreprinderii Valoarea întreprinderii („valoarea tranzacției") este valoarea totală oferită de dobânditor pentru participațiile la capitalul țintă, precum și asumarea sau refinanțarea

a datoriei nete a țintei. Se calculează pentru tranzacțiile precedente în același mod ca și pentru companii comparabile, cuprinzând suma capitalurilor proprii, datoriilor nete, acțiunilor preferențiale și a dobânzii fără control. Figura 2.14 ilustrează calculul valorii întreprinderii, cu valoarea capitalului propriu calculată ca preț de ofertă pe acțiune (suma prețului acțiunilor „neafectate" ale țintei și a primei plătite, vezi „Prime plătite") înmulțită cu acțiunile în circulație ale țintei diluate complet.

ANEXA 2.14 Calculul valorii întreprinderii



Calculul Multiplilor Tranzacției Cheie

Multiplii cheie de tranzacție utilizați în compu-urile de tranzacție îi reflectă pe cei utilizați pentru tranzacționarea comps. Valoarea capitalului propriu, așa cum este reprezentată de prețul de ofertă pentru capitalul propriu al țintei, este utilizată ca multiplu al venitului net (sau prețul ofertei pe acțiune ca multiplu al EPS diluat), iar valoarea întreprinderii (sau valoarea tranzacției) este utilizată ca multiplu al EBITDA, EBIT și, într-o mai mică măsură, vânzări. În tranzacțiile precedente, acești multipli sunt în mod obișnuit mai mari decât cei din compensațiile de tranzacționare din cauza primei plătite pentru control și/sau sinergii.

Multiplii pentru tranzacțiile precedente sunt de obicei calculate pe baza statisticilor financiare LTM reale disponibile la momentul anunțării. Previziunile complete pe care un dobânditor le folosește pentru a-și formula decizia privind prețul de cumpărare nu sunt, în general, publice și fac obiectul unui acord de confidențialitate. [68]Prin urmare, în timp ce - cercetarea de capital poate oferi perspective asupra performanței viitoare pentru o țintă publică, identificarea previziunilor reale pe care le-a folosit un achizitor atunci când a luat decizia de achiziție nu este de obicei fezabilă. În plus, cumpărătorii ezită adesea să acorde vânzătorilor credit complet pentru performanța financiară proiectată, deoarece își asumă riscul de realizare.

După cum sa discutat anterior, ori de câte ori este posibil, bancherul obține informațiile necesare pentru a calcula finanțele LTM ale țintei direct din dosarele SEC și din alte surse publice primare. Ca și în cazul compensațiilor de tranzacționare, datele financiare LTM trebuie ajustate pentru elemente nerecurente și evenimente recente pentru a calcula multiplii curați care reflectă performanța normalizată a țintei.

[68]Contract legal între un cumpărător și un vânzător care reglementează partajarea informațiilor confidențiale ale companiei. Consultați Capitolul 6: Procesul de vânzare de fuziuni și achiziții pentru informații suplimentare. În cazul în care bancherul care efectuează tranzacții este informat de informații non-publice cu privire la una dintre achizițiile comparabile selectate, bancherul trebuie să se abțină de la utilizarea acestor informații pentru a păstra confidențialitatea clientului.

Multiplii valorii capitalului propriu

Prețul ofertei pe acțiune la LTM EPS / Valoarea capitalului propriu la venitul net LTM Cel mai utilizat multiplu al valorii capitalului propriu este raportul P/E, și anume prețul ofertei pe acțiune împărțit la câștigul diluat pe acțiune LTM (sau valoarea capitalului propriu împărțit la venitul net LTM, vezi Figura 2.15).

ANEXA 2.15 Multiplii valorii capitalului propriu

Prețul ofertei pe acțiune	Equity Value
LTM EPS diluat	LTM Net Income

Multiplii valorii întreprinderii

Enterprise Value-to-LTM EBITDA, EBIT și vânzări La fel ca în comparațiile de tranzacționare, valoarea introdusă a premiului este utilizată la numărător atunci când se calculează multiplii pentru statisticile financiare care se aplică atât deținătorilor de datorii, cât și de acțiuni. Cele mai comune valori ale întreprinderii sunt prezentate în Figura 2.16, EBITDA EV/LTM fiind cel mai răspândit. Așa cum sa discutat în Capitolul 1, totuși, anumite sectoare se pot baza pe indicatori suplimentari sau de altă natură pentru a determina evaluarea (a se vedea Figura 1.33).

ANEXA 2.16 Multiplii valorii întreprinderii

Enterprise Value	Enterprise Value	Enterprise Value
LTM EBITDA	LTM EBIT	LTM Sales

Prime plătite Prima *plătită* se referă la suma suplimentară în dolari pe acțiune pe care achizitorul o oferă în raport cu prețul neafectat al acțiunii țintă, exprimată ca procent. Ca atare, este relevant doar pentru companiile publice țintă. În calcularea primei plătite în raport cu o anumită dată, este important să se utilizeze prețul acțiunilor neafectate al țintei, astfel încât să se izoleze efectul real al ofertei de cumpărare.

Prețul de închidere al acțiunilor din ziua anterioară anunțului oficial al tranzacției servește, de obicei, ca un bun proxy pentru prețul acțiunilor neafectate. Cu toate acestea, pentru a izola efectele fluctuațiilor pieței și potențiala „deformare” a prețului acțiunilor din cauza zvonurilor sau scurgerii de informații cu privire la tranzacție, bancherul examinează prețul ofertei pe acțiune în raport cu prețul acțiunii țintă la mai multe intervale de timp înainte de anunțarea tranzacției (de exemplu, o zi de tranzacționare, șapte zile calendaristice și 30 de zile calendaristice sau mai mult).[69]

În cazul în care vânzătorul și-a anunțat public intenția de a urmări „alternative strategice” sau există o scurgere majoră înainte de anunț, cota țintei

[69]Șaizeci, 90, 180 sau o medie a unui număr stabilit de zile calendaristice înainte, precum și maximul și minimul de 52 de săptămâni pot fi, de asemenea, revizuiți.

prețul poate crește în așteptarea unei potențiale preluari. În acest caz, prețul acțiunilor țintă în ziua (zile) anterioare anunțului oficial al tranzacției nu este cu adevărat neafectat. Prin urmare, este oportun să se examineze primele plătite în raport cu prețul acțiunilor țintă la diferite intervale înainte de un astfel de anunț sau scurgere, în plus față de anunțul tranzacției efective.

Formula de calcul a primei procentuale plătite, precum și un exemplu ilustrativ, sunt prezentate în Anexa 2.17. În acest exemplu, calculăm o primă de 25% presupunând că acționarilor țintei li se oferă 20,00 USD per acțiune pentru o acțiune care se tranzacționa la un preț neafectat al acțiunii de 16,00 USD.

ANEXA 2.17 Calculul primei plătite

Prețul ofertei pe acțiune Prețul acțiunii neafectat	% Premium Paid
Preț de ofertă de 20,00 USD 16,00 USD Prețul acțiunii neafectat	25.0%

Sinergiile se referă la economiile de costuri așteptate, oportunitățile de creștere și alte beneficii financiare care apar ca urmare a combinării a două afaceri. În consecință, evaluarea sinergiilor este cea mai relevantă pentru tranzacțiile în care un cumpărător strategic achiziționează o țintă într-o afacere conexă.

Sinergiile reprezintă o valoare tangibilă pentru dobânditor sub formă de fluxuri de numerar viitoare și de câștiguri peste ceea ce poate fi atins de țintă în mod independent. Prin urmare, dimensiunea și gradul de probabilitate de realizare a potențialelor sinergii joacă un rol important pentru achizitor în stabilirea prețului de achiziție pentru o anumită țintă. Teoretic, sinergiile mai mari se traduc într-un preț potențial mai mare pe care achizitorul îl poate plăti. În analiza unei achiziții comparabile date, cantitatea de sinergii anunțate oferă o perspectivă importantă asupra prețului de achiziție și a multiplelor plătite.

La anunțarea unei achiziții semnificative, achizitorii publici oferă adesea îndrumări cu privire la natura și cantitatea de sinergii așteptate. Aceste informații sunt de obicei comunicate prin intermediul comunicatului de presă care anunță tranzacția (a se vedea fragmentul ilustrativ al comunicatului de presă în Anexa 2.18) și, eventual, printr-o prezentare pentru investitori. Rapoartele de cercetare a capitalului propriu pot oferi, de asemenea, comentarii utile cu privire la valoarea sinergiilor așteptate , inclusiv probabilitatea realizării. În funcție de situație, investitorii acordă diferite grade de credit pentru sinergiile anunțate, așa cum se reflectă în prețul acțiunilor după anunț al dobânditorului.

În tranzacțiile precedente, este util să se noteze sinergiile așteptate anunțate pentru fiecare tranzacție în care astfel de informații sunt disponibile. Cu toate acestea, multiplii tranzacțiilor sunt afișați de obicei pe baza informațiilor financiare LTM raportate ale țintei (adică, fără ajustarea pentru sinergii). Pentru o înțelegere mai profundă a unui anumit multiplu plătit, bancherul poate calcula multipli ajustați care reflectă

EXHIBITUL 2.18 Extras din comunicatul de presă care discută sinergiile într-o achiziție strategică

CLEVELAND, Ohio – 30 iunie 2008 – AcquirerCo și TargetCo au anunțat astăzi că au semnat un acord definitiv de fuziune a celor două companii... Tranzacția propusă va oferi beneficii substanțiale pentru acționarii companiei combinate și o creare de valoare semnificativă prin sinergii identificate extrem de realizabile de 25,0 milioane USD în primul an după închiderea facilităților, 201 și 50 milioane USD anual. operațiunile sunt consolidate, o parte substanțială a sinergiilor de costuri și a economiilor de cheltuieli de capital sunt de așteptat să provină din creșterea dimensiunii. Se așteaptă să rezulte economii suplimentare din combinarea funcțiilor personalului și eliminarea unei cantități semnificative de cheltuieli VGA, care ar fi duplicat în compania combinată.

sinergiile aşteptate. Acest lucru implică, de obicei, adăugarea efectului complet al sinergiilor anuale estimate de economisire a costurilor (cu excepția costurilor de realizare) la o metrică a câştigurilor la numitor (de exemplu, EBITDA).

Figura 2.19 arată calculul unui multiplu de tranzacție EV/LTM EBITDA înainte și după luarea în considerare a sinergiilor așteptate, presupunând un preț de achiziție de 1.200 milioane USD, EBITDA LTM de 150 milioane USD și sinergii de 30 milioane USD.

ANEXA 2.19 Sinergii-multiplu ajustat

Valoarea întreprinderii / EBITDA LTM =	1.200 milioane USD / 150 milioane USD =	80x
Enterprise Value / LTM EBITDA + Synergies	1.200 de milioane de dolari / 150 de milioane de dolari + 30 de milioane de dolari	6.7x

PASUL IV. EVALUAȚI ACHIZIȚIILE COMPARABILE

Ca și în cazul tranzacțiilor de tranzacționare, următorul nivel de analiză implică un studiu aprofundat al achizițiilor comparabile selectate pentru a le determina pe cele mai relevante pentru evaluarea țintei. Ca parte a acestei analize, bancherul reexaminează profilul afacerii și evaluează statisticile financiare cheie și ratele pentru fiecare dintre companiile achiziționate, cu ochiul către identificarea celor mai comparabile cu țintă. Fişele de rezultate, cum ar fi cele prezentate în Anexele 1.53 și 1.54 din Capitolul 1, facilitează această analiză.

Multiplii de tranzacție și informațiile despre tranzacție pentru fiecare achiziție selectată sunt, de asemenea, legate de o foaie de ieșire, unde pot fi comparate cu ușurință unul față de celălalt și cu universul mai larg (a se vedea Figura 2.35). Fiecare achiziție comparabilă este examinată îndeaproape ca parte a rafinării finale a universului, cele mai bune tranzacții comparabile fiind identificate și valorile aberante evidente eliminate. După cum era de așteptat, o tranzacție încheiată recent care implică un concurent direct cu un profil financiar similar este de obicei mai relevantă decât, de exemplu, o tranzacție mai veche dintr-un punct diferit al ciclului de afaceri sau al creditului sau pentru un jucător marginal din sector.

O analiză atentă cântărește alte considerente, cum ar fi condițiile pieței și dinamica tranzacțiilor, în legătură cu profilul de afaceri și financiar al țintei. De exemplu, un LBO multiplu mare realizat printr-un proces de licitație în timpul boom-ului creditului de la mijlocul anilor 2000 ar fi mai puțin relevant pentru evaluarea unei ținte în perioada următoare.

PASUL V. DETERMINAȚI EVALUAREA

În tranzacțiile precedente, multiplii universului de achiziții comparabile selectat sunt utilizați pentru a deriva un interval de evaluare implicit pentru țintă. În timp ce standardele variază în funcție de sector, multiplii cheie care conduc evaluarea în tranzacțiile precedente tind să fie valoarea întreprinderii la EBITDA LTM și valoarea capitalului propriu la venitul net (sau prețul de ofertă per acțiune la EPS diluat LTM, dacă este public). Prin urmare, bancherul utilizează de obicei mediile și medianele acestor multipli din univers pentru a stabili un interval de evaluare preliminară pentru țintă, maximele și minimele servind și ca puncte de referință.

După cum sa menționat mai devreme, evaluarea necesită o cantitate semnificativă de artă pe lângă știință. Prin urmare, în timp ce multiplii medii și mediani oferă indicații de evaluare semnificative, adesea bancherul se concentrează pe două sau trei dintre cele mai bune tranzacții (așa cum a fost identificată în Pasul IV) pentru a stabili evaluarea.

De exemplu, dacă bancherul calculează un multiplu EBITDA mediu de 7,0 x EV/LTM pentru universul de achiziții comparabile, dar cele mai relevante tranzacții au fost realizate în zona de 7,5 x până la 8,0 x , un interval de 7,0 x până la 8,0 x ar putea fi mai potrivit. Acest lucru ar pune un accent mai mare pe cele mai bune tranzacții. Intervalul multiplu ales va fi apoi aplicat statisticilor financiare LTM ale țintei pentru a deriva un interval de evaluare implicit pentru țintă, utilizând metodologia descrisă în Capitolul 1 (a se vedea Planșele 1.35, 1.36 și 1.37).

Ca și în cazul altor metodologii de evaluare, odată ce a fost stabilit un interval de evaluare pentru țintă, este necesar să se analizeze rezultatul și concluziile testării. Un semnal roșu comun pentru tranzacțiile precedente este atunci când intervalul de evaluare implicit este semnificativ mai mic decât intervalul derivat folosind companii comparabile. În acest caz, bancherul ar trebui să revizuiască ipotezele care stau la baza selecției atât a universurilor de achiziții comparabile, cât și a companiilor comparabile, precum și calculele din spatele multiplilor. Cu toate acestea, este important de reținut că aceasta nu poate reprezenta întotdeauna o analiză greșită. Dacă un anumit sector este „în joc" sau beneficiază de un maxim ciclic, de exemplu, intervalul de evaluare implicit de la companii comparabile ar putea fi mai mare decât cel din tranzacțiile precedente. Bancherul ar trebui, de asemenea, să examineze rezultatele în mod izolat, folosind cea mai bună judecată, precum și îndrumările unui coleg senior pentru a determina dacă rezultatele au sens.

CHEIE PRO și CONTRA

Pro

- *Bazat pe piață* - analiza se bazează pe multiplii de achiziție efectivi și pe primele plătite pentru companii similare
- *Actual* - tranzacțiile recente tind să reflecte fuziuni și achiziții, piețele de capital și condițiile economice generale
- *relativității* - multiple oferă puncte de referință simple în sectoare și perioade de timp

- *Simplitate* - multiplii cheie pentru câteva tranzacții selectate pot ancora evaluarea
- *Obiectivitatea* - bazată pe precedent şi, prin urmare, evită să facă ipoteze cu privire la performanța viitoare a unei companii

Contra

- *Bazat pe piață* - multiplii pot fi denaturați în funcție de piețele de capital și/sau de mediul economic la momentul tranzacției
- *Decalaj de timp* - tranzacțiile precedente, prin definiție, au avut loc în trecut și, prin urmare, pot să nu reflecte cu adevărat condițiile predominante de pe piață (de exemplu, boom-ul LBO la mijlocul anilor 2000 față de criza creditului care a urmat)
- *Existența unor achiziții comparabile* - în unele cazuri poate fi dificil să se găsească un univers robust de tranzacții precedente
- *Disponibilitatea informațiilor* - informațiile pot fi insuficiente pentru a determina multiplii tranzacțiilor pentru multe achiziții comparabile
- *Baza de evaluare a dobânditorului* - multiplele plătite de cumpărător se pot baza pe - așteptări care guvernează performanța financiară viitoare a țintei (care de obicei nu este dezvăluită public), mai degrabă decât pe informațiile financiare LTM raportate

ANALIZA TRANZACȚIILOR PRECEDENTE ILUSTRATIVE PENTRU VALUECO

Următoarea secțiune oferă un exemplu detaliat, pas cu pas, despre cum se aplică analiza tranzacțiilor precedente pentru a stabili un interval de evaluare pentru compania noastră țintă ilustrativă, ValueCo.

Pasul I. Selectați Universul Achizițiilor Comparabile

Ecran pentru achiziții comparabile Ecranul nostru pentru achiziții comparabile a început prin căutarea în baze de date de fuziuni și achiziții pentru tranzacții anterioare care implică companii similare ValueCo în ceea ce privește sectorul și dimensiunea. Ecranul nostru inițial s-a concentrat pe tranzacțiile care au avut loc în ultimii trei ani, cu o valoare întreprindere cuprinsă între 250 de milioane și 3.000 de milioane de dolari. În același timp, am examinat istoricul achizițiilor de companii comparabile ale ValueCo (după cum este stabilit în Capitolul 1) pentru tranzacțiile relevante.

Documentele publice ale companiilor comparabile (inclusiv mandatarii de fuziune) au fost utile - pentru identificarea și analizarea achizițiilor și vânzărilor anterioare ale afacerilor relevante. Rapoartele de cercetare pentru companii individuale, precum și rapoartele sectoriale au oferit, de asemenea, informații valoroase. În total, aceste resurse au produs o listă considerabilă de tranzacții precedente potențiale. După o analiză suplimentară, am eliminat mai multe tranzacții în care dimensiunea țintei sau modelul de afaceri diferă semnificativ de cel al ValueCo.

Examinați alte considerații Pentru fiecare dintre tranzacțiile selectate, am examinat circumstanțele specifice ale tranzacției, inclusiv condițiile pieței și dinamica tranzacțiilor. De exemplu, am constatat dacă achiziția a avut loc în timpul unui maxim sau scăzut ciclic în sectorul țintă, precum și în condițiile predominante ale pieței de capital. De asemenea, am stabilit dacă achizitorul a fost un cumpărător strategic sau un sponsor financiar și am observat dacă ținta a fost vândută printr-un proces de licitație sau printr-o tranzacție negociată/prietenoasă și dacă a fost contestată. Forma de contraprestație (adică numerar vs. stoc) a fost, de asemenea, analizată în cadrul acestui exercițiu. Deși aceste considerente ale tranzacției nu au schimbat lista de achiziții comparabile, contextul ne-a ajutat să interpretăm și să comparăm mai bine multiplii de achiziție și primele plătite.

Până la sfârșitul etapei I, am stabilit o listă inițială solidă de achiziții comparabile care urmează să fie analizate în continuare. Anexa 2.20 afișează date de bază despre tranzacțiile selectate și companiile țintă pentru o comparație ușoară.

Pasul II. Găsiți informațiile financiare și legate de tranzacție necesare

În Pasul II, ne-am propus să găsim informațiile relevante legate de tranzacție și informații financiare necesare pentru a distribui fiecare achiziție comparabilă. Pentru a ilustra această sarcină, am evidențiat achiziția de către Pearl Corp. („Pearl”) a Rosenbaum Industries („Rosenbaum”), cea mai recentă tranzacție de pe lista noastră. [70]Întrucât această tranzacție a implicat un dobânditor public

ANEXA 2.20 Lista inițială a achizițiilor comparabile

($ în milioane)

Lista achizițiilor comparabile

Data Anunțat	Achizitor	Tip	Tranzacției țintă	Țintă Descrierea afacerii	Equity Valoare	Enterprise Valoare	LTM Vânzări
11/3/2008	Pearl Corp.	Rosenbaum	Public / Public	Producă acoperișuri și conexe	1.700 USD	2.000	USD 1.375 USD

[70]Pearl este, de asemenea, o companie comparabilă cu ValueCo (a se vedea Capitolul 1, Anexele 1.53, 1.54 și 1.55).

industriale	în principal în America de Nord			
30.10.2008 Goodson Corp. Schneider & Co. Public / Public	Produce, distribuie și comercializează plăci ceramice de înaltă calitate produse la nivel global	932	1.232	1.045
22.06.2008 Leicht & Co. ParkCo Public/Privat	Produce vinil, placat cu lemn și ferestre din fibra de sticla si usi din aluminiu	650	875	798
4/15/2008 Pryor, Inc. Bress Products Public / Public	Manufactures lemn de inginerie produse destinate utilizării în construcții comerciale și rezidențiale	1.301	1.326	825
10/1/2007 The Hochberg Grup Accesorii Whalen Inc. Sponsor / private	Produce bucatarie, baie, si sanitare pentru constructii si remodelari de locuinte pieţelor	225	330	255
8/8/2007 Cole Fabricarea Gordon Inc. Public/Public	Produce și comercializează covoare, covoarelor și a altor produse pentru podele si accesorii	2.371	2.796	1.989
7/6/2007 Eu-Han Capital Publicul Rughwani Sponsor / internațional	Produce si distribuie un soi al materialelor de construcție exterioare pentru piata constructiilor rezidentiale	1.553	2.233	1.917
9.11.2006 Sponsorul mărcilor Grupa Uși Meisner Kamras / publice	Produce interior și exterior în principal în America de Nord și Europa	916	936	809
21.06.2006 Domanski Capital Neren Industries Sponsor / Produse publice	Produce cladiri rezidentiale , inclusiv aer condiționat și produse de încălzire, ferestre, uși, și siding	1.248	1.798	1.889
20.3.2006 Lanzarone Falk & Sons internațională Public/Privat	Produce și distribuie o gamă largă de iluminat exterior și interior produse pe piețele comerciale, industriale și rezidențiale	360	530	588

și o țintă publică, informațiile necesare au fost ușor accesibile prin intermediul dosarelor SEC relevante.

8-K/Comunicat de presă Căutarea noastră pentru informații relevante despre tranzacție a început prin localizarea 8-K depusă la anunțarea tranzacției. 8-K conținea comunicatul de presă care anunța tranzacția, precum și o copie a acordului definitiv ca exponat. Comunicatul de presă a oferit o prezentare generală a termenilor de bază ai tranzacției, inclusiv prețul ofertei pe acțiune, valoarea întreprinderii și contravaloarea achiziției, precum și o descriere atât a dobânditorului, cât și a țintei și o scurtă descriere a rațiunii tranzacției (a se vedea Anexa 2.21). Acordul definitiv conținea termenii și condițiile detaliate ale tranzacției.

De asemenea, am verificat pentru a vedea dacă tranzacția inițială s-a schimbat pentru vreun nou termen anunțat. După cum s-a discutat anterior, aceasta este o întâmplare relativ comună în situațiile competitive în care două sau mai multe părți intră într-un război de licitații pentru o anumită țintă.

EXHIBITUL 2.21 Extras din comunicatul de presă din anunțul tranzacției Pearl/Rosenbaum

CLEVELAND, Ohio – 3 noiembrie 2008 – PEARL CORP. (NYSE: PRL), un producător de siding și ferestre, a anunțat astăzi că a încheiat un acord definitiv pentru achiziționarea ROSENBAUM INDUSTRIES (NYSE: JNR), un producător de acoperișuri și produse conexe, pentru o sumă totală de aproximativ 2,0 miliarde dolari, inclusiv aportul de 2000 dolari în numerar. 300,0 milioane USD în datorii nete. Combinația strategică de afaceri dintre Pearl și Rosenbaum va crea liderul furnizorului de produse de construcții „cele mai bune din clasa" din America de Nord. Când va fi finalizată, Pearl anticipează că companiile combinate vor beneficia de o ofertă mai largă de produse, canale de distribuție complementare și eficiență din raționalizarea facilităților.

Declarație de procură (DEFM14A) Deoarece Rosenbaum este o companie publică, consiliul său de

administrație a solicitat aprobarea tranzacției de la acționarii Rosenbaum printr-o declarație de procură. Declarația de procură conținea cel mai recent număr de acțiuni de bază a lui Rosenbaum, un fundal detaliat al fuziunii, o discuție despre prima plătită și un fragment din opinia de corectitudine, printre alte elemente. Contextul a descris evenimentele cheie care au condus la anunțul tranzacției și ne-a oferit o perspectivă utilă asupra altor considerații ale tranzacției utile pentru interpretarea prețului de achiziție, inclusiv dinamica cumpărătorului/vânzătorului (a se vedea fragmentul din Figura 2.22).

ANEXA 2.22 Extras din Declarația de procură a lui Rosenbaum

Pe 2 iunie 2008, CEO-ul Rosenbaum a fost informat cu privire la interesul unui sponsor financiar într-o potențială preluare și a solicitat informații suplimentare pentru a face o ofertă oficială. Acest interes nesolicitat a determinat consiliul de administrație al lui Rosenbaum să formeze un comitet special și să angajeze o bancă de investiții și un consilier juridic pentru a explora alternative strategice. După ce a fost contactat de consilierul Rosenbaum, sponsorul a transmis o indicație scrisă de interes care conținea un interval de evaluare preliminară de la 15,00 USD la 17,00 USD per acțiune și descrie un proces de due diligence propus.
Ulterior, anumite instituții de presă au raportat că o vânzare a Rosenbaum era iminentă, ceea ce a determinat compania 4 să-și anunțe public decizia de a explora alternative strategice pe 15 august 2008.

O săptămână mai târziu, Pearl, un cumpărător strategic, i-a trimis lui Rosenbaum o indicație preliminară scrisă de interes cu un interval de preț de la 17,00 USD la 18,00 USD. În plus, consilierul lui Rosenbaum a contactat încă 5 cumpărători strategici și 5 sponsori financiari, deși aceste părți nu au participat în cele din urmă la procesul oficial. Atât sponsorul financiar ofertant, cât și Pearl au fost apoi invitați să participe la o prezentare a conducerii și să efectueze diligența necesară, după care sponsorul financiar și Pearl au prezentat scrisori oficiale cu oferte de 18,00 USD și, respectiv, 20,00 USD per acțiune în numerar.
Oferta lui Pearl, ca cea mai mare ofertă în numerar, a fost acceptată.

Acest context evidențiază dinamica concurențială implicată în proces, ceea ce a ajutat la explicarea de ce multiplul plătit pentru Rosenbaum este peste media achizițiilor comparabile selectate (a se vedea Figura 2.35).

10-K și 10-Q Rosenbaum 10-K și 10-Q Rosenbaum pentru perioada anterioară anunțului tranzacției ne-au furnizat datele financiare necesare pentru a calcula statisticile financiare LTM, precum și valoarea capitalului propriu și valoarea întreprinderii (pe baza prețului de ofertă pe acțiune). Am citit, de asemenea, raportul de gestionare și notele la

financiar pentru mai multe informații asupra performanței financiare a Rosenbaum, precum și pentru informații despre potențiale elemente nerecurente și evenimente recente. *Aceste dosare publice ne-au furnizat informațiile rămase necesare pentru a calcula multiplii tranzacției.*

Rapoarte de cercetare Am citit, de asemenea, rapoartele de cercetare pe acțiuni pentru Pearl și Rosenbaum, în urma anunțului tranzacției, pentru mai multe detalii cu privire la circumstanțele - tranzacției, inclusiv rațiunea strategică a Pearl și sinergiile așteptate.

Prezentarea investitorilor În plus, Pearl a postat o prezentare pentru investitori pe site-ul său corporativ sub linkul „Relații cu investitorii", care a confirmat informațiile financiare și multiplii calculați în Figura 2.23.

Serviciul de informații financiare Am folosit un serviciu de informații financiare pentru a obține informații cheie istorice despre prețul acțiunilor pentru Rosenbaum. Aceste date includ prețul

acțiunilor din ziua anterioară anunțului tranzacției efective, prețul acțiunilor neafectate (adică, în ziua anterioară anunțului de către Rosenbaum privind explorarea alternativelor strategice) și prețul acțiunilor la diferite intervale înainte de prețul acțiunilor neafectate. Aceste informații despre prețul acțiunilor au servit drept bază pentru calculele primelor plătite din Figura 2.33.

Pasul III. Răspândiți statistici cheie, rapoarte și multipli de tranzacție

După ce am găsit informațiile financiare și legate de tranzacție necesare pentru achizițiile comparabile selectate, am creat pagini de intrare pentru fiecare tranzacție, așa cum se arată în Anexa 2.23 pentru tranzacția Pearl/Rosenbaum.

EXHIBIT 2.23 Input Page for the Acquisition of Rosenbaum by Pearl

Acquisition of Rosenbaum Industries by Pearl Corp.
Input Page
($ in millions, except per share data)

General Information

Target	**Rosenbaum Industries**
Ticker	JNR
Fiscal Year Ending	Dec-31
Marginal Tax Rate	38.0%
Acquirer	**Pearl Corp.**
Ticker	PRL
Fiscal Year Ending	Dec-31
Date Announced	11/3/2008
Date Effective	Pending
Transaction Type	Public / Public
Purchase Consideration	Cash

Calculation of Equity and Enterprise Value

Offer Price per Share		
Cash Offer Price per Share		$20.00
Stock Offer Price per Share		-
Exchange Ratio	-	
Pearl Corp. Share Price	-	
Offer Price per Share		**$20.00**
Fully Diluted Shares Outstanding		85.000
Implied Equity Value		**$1,700.0**
Implied Enterprise Value		
Plus: Total Debt		325.0
Plus: Preferred Stock		-
Plus: Noncontrolling Interest		-
Less: Cash and Cash Equivalents		(25.0)
Implied Enterprise Value		**$2,000.0**

LTM Transaction Multiples

EV/Sales	1.5x
Metric	$1,375.0
EV/EBITDA	8.0x
Metric	$250.0
EV/EBIT	9.1x
Metric	$220.0
P/E	13.6x
Metric	$1.47

Premiums Paid

Transaction Announcement		**Premium**
1 Day Prior	$17.39	15.0%
Unaffected Share Price		(2)
1 Day Prior	$15.38	30.0%
7 Days Prior	15.75	27.0%
30 Days Prior	15.04	33.0%

Source Documents

	Period	Date Filed
Rosenbaum Industries 10-K	12/31/2007	2/14/2008
Rosenbaum Industries 10-Q	9/30/2008	10/30/2008
Rosenbaum Industries 8-K		11/3/2008
Rosenbaum Industries DEFM14A		12/15/2008

Reported Income Statement

	FYE 12/31/2007	Prior Stub 9/30/2007	Current Stub 9/30/2008	LTM 9/30/2008
Sales	**$1,250.0**	**$875.0**	**$1,000.0**	**$1,375.0**
COGS	815.0	570.0	650.0	895.0
Gross Profit	**$435.0**	**$305.0**	**$350.0**	**$480.0**
SG&A	250.0	175.0	200.0	275.0
Other Expense / (Income)	-	-	-	-
EBIT	**$185.0**	**$130.0**	**$150.0**	**$205.0**
Interest Expense	18.8	14.4	14.1	18.4
Pre-tax Income	**$166.2**	**$115.6**	**$135.9**	**$186.6**
Income Taxes	63.2	43.9	51.7	70.9
Noncontrolling Interest	-	-	-	-
Preferred Dividends	-	-	-	-
Net Income	**$103.1**	**$71.6**	**$84.3**	**$115.7**
Effective Tax Rate	*38.0%*	*38.0%*	*38.0%*	*38.0%*
Weighted Avg. Diluted Shares	85.0	85.0	85.0	85.0
Diluted EPS	$1.21	$0.84	$0.99	$1.36

Adjusted Income Statement

	FYE 12/31/2007	Prior Stub 9/30/2007	Current Stub 9/30/2008	LTM 9/30/2008	
Reported Gross Profit	$435.0	$305.0	$350.0	$480.0	
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-	
Adjusted Gross Profit	**$435.0**	**$305.0**	**$350.0**	**$480.0**	
% margin	*34.8%*	*34.9%*	*35.0%*	*34.9%*	
Reported EBIT	$185.0	$130.0	$150.0	$205.0	
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-	
Other Non-recurring Items	15.0	-	-	15.0	(1)
Adjusted EBIT	**$200.0**	**$130.0**	**$150.0**	**$220.0**	
% margin	*16.0%*	*14.9%*	*15.0%*	*16.0%*	
Depreciation & Amortization	28.0	22.0	24.0	30.0	
Adjusted EBITDA	**$228.0**	**$152.0**	**$174.0**	**$250.0**	
% margin	*18.2%*	*17.4%*	*17.4%*	*18.2%*	
Reported Net Income	$103.1	$71.6	$84.3	$115.7	
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-	
Other Non-recurring Items	15.0	-	-	15.0	
Non-operating Non-rec. Items	-	-	-	-	
Tax Adjustment	(5.7)	-	-	(5.7)	
Adjusted Net Income	**$112.4**	**$71.6**	**$84.3**	**$125.0**	
% margin	*9.0%*	*8.2%*	*8.4%*	*9.1%*	
Adjusted Diluted EPS	$1.32	$0.84	$0.99	$1.47	

Cash Flow Statement Data

	FYE 12/31/2007	Prior Stub 9/30/2007	Current Stub 9/30/2008	LTM 9/30/2008
Depreciation & Amortization	28.0	22.0	24.0	30.0
% sales	2.2%	2.5%	2.4%	2.2%
Capital Expenditures	27.0	20.0	22.0	29.0
% sales	2.2%	2.3%	2.2%	2.1%

Target Description

Manufactures roofing and related products primarily in North America

Acquirer Description

Manufactures and distributes building products in North America and internationally, including roofing, siding, and windows

Comments

The combined company will benefit from a broader product offering, complementary distribution channels, and efficiencies from streamlining facilities.

Calculation of Fully Diluted Shares Outstanding

Basic Shares Outstanding	83.000
Plus: Shares from In-the-Money Options	3.750
Less: Shares Repurchased from Option Proceeds	(1.750)
Net New Shares from Options	**2.000**
Plus: Shares from Convertible Securities	-
Fully Diluted Shares Outstanding	**85.000**

Options/Warrants

Tranche	Number of Shares	Exercise Price	In-the-Money Shares	Proceeds
Tranche 1	1.500	$5.00	1.500	$7.5
Tranche 2	1.250	10.00	1.250	12.5
Tranche 3	1.000	15.00	1.000	15.0
Tranche 4	-	-	-	-
Tranche 5	-	-	-	-
Total	**3.750**		**3.750**	**$35.0**

Convertible Securities

	Amount	Conversion Price	Conversion Ratio	New Shares
Issue 1	-	-	-	-
Issue 2	-	-	-	-
Issue 3	-	-	-	-
Issue 4	-	-	-	-
Issue 5	-	-	-	-
Total				-

Notes

(1) In Q4 2007, Rosenbaum Industries recorded a $15.0 million pre-tax payment in regards to a litigation settlement (see 2007 10-K MD&A, page 50).
(2) On August 15, 2008, Rosenbaum Industries announced the formation of a special committee to explore strategic alternatives.

Mai jos, parcurgem fiecare secțiune a foii de introducere din Anexa 2.23.

Informații generale În secțiunea „Informații generale" a paginii de introducere, am introdus informații de bază despre companie și despre tranzacție, cum ar fi numele țintei și ale cumpărătorului și sfârșitul anului fiscal, precum și anunțul tranzacției și datele de închidere, tipul tranzacției și considerarea achiziției. După cum se arată în Figura 2.24, Rosenbaum Industries (NYSE:JNR) a fost achiziționată de Pearl Corp. (NYSE:PRL) într-o tranzacție în numerar. Ambele companii au un an fiscal care se încheie la 31 decembrie. Tranzacția a fost anunțată pe 3 noiembrie 2008.

ANEXA 2.24 Secțiunea Informații generale

Informații generale	
Ţintă	**Rosenbaum Industries**
Ticker	JNR
Încheierea anului fiscal	Dec-31
Cota marginală de	*38,0%*
Achizitor	**Pearl Corp.**
Ticker	PRL
Încheierea anului fiscal	Dec-31
Data Anunțată	11/3/2008
Data intrării în vigoare	În așteptare
Tipul tranzacției	Public / Public
Considerația de cumpărare	Numerar

EXHIBIT 2.25 Secțiunea Calcularea capitalurilor proprii și a valorii întreprinderii

Calculul capitalului propriu și al valorii întreprinderii		
Prețul ofertei pe acțiune		
Prețul ofertei în numerar pe acțiune		20,00
Prețul ofertei de acțiuni pe acțiune		-
Raportul de schimb	-	
Prețul acțiunii Pearl Corp.	-	
Prețul ofertei pe acțiune		**20,00** USD a
Acțiuni în circulație complet diluate		-
Valoarea implicită a capitalului propriu		**-**
Valoarea implicită a întreprinderii		
Plus: Datoria totală		-
Plus: stoc preferat		-
Plus: interes fără control		-
Mai puțin: numerar și echivalente de numerar		-
Valoarea implicită a întreprinderii		**-**

= Prețul ofertei în numerar pe acțiune + prețul ofertei pe acțiuni = 20,00 USD + 0,00 USD

Calculul capitalului propriu și al valorii întreprinderii La „Calculul capitalului propriu și al valorii întreprinderii”, am introdus mai întâi prețul de ofertă per acțiune al Pearl de 20,00 USD în numerar pentru acționarii Rosenbaum, așa cum este dezvăluit în 8-K și în comunicatul de presă care a anunțat tranzacția (vezi Anexa 2.25).

Calculul acțiunilor în circulație complet diluate După cum rezultă din cea mai recentă declarație de procură, Rosenbaum avea acțiuni de bază în circulație de 83 de milioane. Rosen baum a avut, de asemenea, trei „tranșe” de opțiuni, așa cum este detaliat în cel mai recent 10-K al său (a se vedea titlul „Opțiuni/Brande” din Anexa 2.26).

La prețul de ofertă de 20,00 USD, cele trei tranșe de opțiuni sunt toate în bani. La calcularea acțiunilor diluate complet în circulație pentru tranzacțiile precedente, toate opțiunile și warrant-urile în curs de circulație sunt convertite la prețurile lor de exercitare medii ponderate, indiferent dacă sunt sau nu exercitabile. Aceste trei tranșe reprezintă 3,75 milioane de acțiuni, care generează venituri totale de 35 milioane USD la prețurile de exercitare a acestora. În conformitate cu TSM, se presupune că aceste venituri vor răscumpăra 1,75 milioane de acțiuni la prețul de ofertă de 20,00 USD (35 milioane USD / 20,00 USD), oferind astfel noi acțiuni nete de 2 milioane. Aceste acțiuni incrementale sunt adăugate la acțiunile de bază ale Rosenbaum pentru a calcula acțiunile total diluate în circulație de 85 de milioane.

ANEXA 2.26 Calculul acțiunilor diluate complet Secțiunea în circulație

Calculation of Fully Diluted Shares Outstandin

Basic Shares Outstanding	83.000	= Total In-the-Money Shares
Plus: Shares from In-the-Money Options	3.750	
Less: Shares Repurchased from Option Proceeds	(1.750)	= Total Options Proceeds / Current Share Price = $25 million / $20.00
Net New Shares from Options	**2.000**	
Plus: Shares from Convertible Securities	-	
Fully Diluted Shares Outstanding	**85.000**	

Options/Warrants

Tranche	Number of Shares	Exercise Price	In-the-Money Shares	Proceeds
Tranche 1	1.500	$5.00	1.500	$7.5
Tranche 2	1.250	10.00	1.250	12.5
Tranche 3	1.000	15.00	1.000	15.0
Tranche 4	-	-	-	
Tranche 5	-	-	-	
Total	**3.750**		**3.750**	**$35.0**

= IF(Weighted Average Strike Price < Current Share Price, display Number of Shares, otherwise display 0)
= IF($5.00 < $20.00, 1.500, 0)

= IF(In-the-Money Shares > 0, then In-the-Money Shares x Weighted Average Strike Price, otherwise display 0)
= IF(1.500 > 0, 1.500 x $5.00, 0)

Convertible Securities

	Amount	Conversion Price	Conversion Ratio	New Shares
Issue 1	-	-	-	-
Issue 2	-	-	-	-
Issue 3	-	-	-	-
Issue 4	-	-	-	-
Issue 5	-	-	-	-
Total				**-**

Valoarea capitalului propriu Cele 85 de milioane de acțiuni în circulație diluate complet se alimentează în secțiunea „Calculul capitalului propriu și al valorii întreprinderii”. Acesta este înmulțit cu prețul de ofertă de 20,00 USD per acțiune pentru a produce o valoare a capitalului propriu de 1.700 milioane USD (a se vedea Anexa 2.27).

ANEXA 2.27 Valoarea capitalului propriu

Calculul capitalului propriu și al valorii		
Prețul ofertei pe acțiune		
Prețul ofertei în numerar pe		20,00
Prețul ofertei de acțiuni pe		-
Raportul de schimb	-	
Prețul acțiunilor Pearl Corp	-	
Prețul ofertei pe acțiune		**20,00 USD**
Acțiuni în circulație complet diluate		
Valoarea implicită a capitalului propriu		85.000

= Prețul ofertei per preț x Acțiuni în circulație complet diluate = 20,00 USD x 85,0 milioane USD

Valoarea întreprinderii Valoarea întreprinderii Rosenbaum a fost determinată prin adăugarea datoriilor nete la valoarea capitalului propriu calculată. Am calculat datoria netă de 300 de milioane de dolari scăzând numerar și echivalente de numerar de 25 de milioane de dolari din datoria totală de 325 de milioane de dolari, așa cum a provenit din 10-Q a lui Rosenbaum pentru perioada încheiată la 30 septembrie 2008. 2.28).

ANEXA 2.28 Valoarea întreprinderii

Calculul capitalului propriu și al valorii		1
Prețul ofertei pe acțiune		
Prețul ofertei în numerar pe acțiune		20,00
Prețul ofertei de acțiuni pe acțiune		-
Raportul de schimb	-	
Prețul acțiunii Pearl Corp.	-	
Prețul ofertei pe acțiune		**20,00 USD**
Acțiuni în circulație complet diluate		
Valoarea implicită a capitalului propriu		85.000
Valoarea implicită a întreprinderii		**1.700,0 USD**
Plus: Datoria totală		325,0
Plus: stoc preferat		-
Plus: interes fără control		-
Mai puțin: numerar și echivalente de numerar		(25,0)
Valoarea implicită a întreprinderii		**2.000,0 USD 4**
= Valoarea capitalului propriu + Datoria totală - Numerar = 1.700,0		25,0 milioane de dolari

Declarația de venit raportată În continuare, am introdus declarația de venit Rosenbaum în formare pentru perioadele anterioare întregi 2007 și YTD 2007 și 2008 direct din cele mai recente 10-K și, respectiv, 10-Q (a se vedea Anexa 2.29). De asemenea, am făcut ajustări pentru elemente nerecurente, după caz (a se vedea Anexa 2.30).

ANEXA 2.29 Secțiunea Declarației de venit raportate de Rosenbaum

Declarația de venit raportată	FYE 31.12.2007	Stub anterior 30.09.2007	Stub curent 30.09.2008	LTM 30.09.2008
Vânzări	**1.250,0 USD**	**875,0**	**1.000,0**	**1.375,0**
COGS	815,0	570,0	650,0	895,0
Profit Brut	**435,0 USD**	**305,0**	**350,0**	**480,0**
SG&A	250,0	175,0	200,0	275,0
Alte cheltuieli/(Venituri)	-	-	-	-
EBIT	**185,0 USD**	**130,0**	**150,0**	**205,0**
Cheltuiala cu dobanda	18.8	14.4	14.1	18.4
Venit înainte de impozitare	**166,2 USD**	**115,6**	**135,9**	**186,6**
Impozite pe venit	63.2	43.9	51,7	70,9
Interes fără control	-	-	-	-
Dividende preferate	-	-	-	-
Venitul net	**103,1 USD**	**71,6**	**84,3**	**115,7**
Cota de impozitare efectivă	*38,0%*	*38,0%*	*38,0%*	*38,0%*
Media ponderată Acțiuni diluate	85,0	85,0	85,0	85,0 1,36
EPS diluat	1,21 USD	0,84	USD	USD

ANEXA 2.30 Secțiunea Declarația de venit ajustată a lui Rosenbaum

[Soluţionarea litigiilor

Declarația de venit ajustată	FYE 31.12.2007	Stub anterior 30.09.2007	Actual Stub 30.09.2008	LTM 30.09.2008
Profit brut raportat	435,0	305,0	350,0 USD	480,0 USD
Elemente nerecurente în COGS	-	-	-	-
Marja % **ajustată a profitului brut**	**435,0 USD** *34.8%*	**USD 305,0** *34.9%*	**350,0 USD** *35,0%*	**480,0 USD** *34,9%*
EBIT raportat	185,0 USD	USD 130,0	150,0 USD	205,0 USD
Elemente nerecurente în COGS	- .]	-	-	-
Alte elemente nerecurente	15.0	-	-	15,0 (1)
Marja % **EBIT ajustată**	**200,0 USD** *16.0%*	**USD 130,0** *14.9%*	**150,0 USD** *15,0%*	**220,0 USD** *16,0%*
Amortizare și amortizare	28,0	22.0	24.0	30,0
Marja % **EBITDA ajustată**	**228,0 USD** *18,2%*	**152,0 USD** *17,4%*	**174,0 USD** *17,4%*	**250,0 USD** *18,2%*
Venitul net raportat	103,1 USD	USD 71,6	84,3 USD	115,7 USD
Elemente nerecurente în COGS	-	-	-	-
Alte elemente nerecurente	15.0	-	-	15.0
Nefuncţionare Nerec. Articole	-	-	-	-
Ajustare fiscală	(5,7)	-	-	(5,7)
Venitul net ajustat	**112,4**	**71,6**	**84,3 USD**	**125,0 USD**
marja %	*9,0%*	*8,2%*	*8,4%*	*9,1%*
EPS diluat ajustat	1,32 USD	USD 0,84	0,99 USD	1,47 USD

Note

(1) În T4 2007, Rosenbaum Industries a înregistrat o plată înainte de impozitare de 15,0 milioane USD în ceea ce privește o soluționare a unui litigiu (a se vedea 2007 10-K MD&A, pagina 50).

= Ajustare negativă pentru câștig înainte de impozitare la vânzarea activelor x Rată marginală de impozitare = - 15,0 milioane USD x 38,0%

Declarația de profit ajustată O examinare a situațiilor financiare și a raportului de gestionare ale Rosenbaum a arătat că a efectuat o plată înainte de impozitare de 15 milioane USD pentru o soluționare a litigiilor în T4 2007, pe care am considerat-o ca nerecurente. Prin urmare, am adăugat această taxă înapoi la situațiile financiare raportate de Rosenbaum, rezultând un

~~EBITDA, EBIT și un venit net ajustat de 250 milioane USD, 220 milioane USD și, respectiv~~, 125 milioane USD. *Aceste situații financiare ajustate au servit drept bază pentru calcularea multiplilor tranzacțiilor Rosenbaum din Figura 2.32* .

Datele privind situația fluxului de numerar Informațiile D&A și cheltuielile de investiții ale Rosenbaum au fost obținute direct din situația fluxului de numerar, așa cum a apărut în 10-K și 10-Q (a se vedea Anexa 2.31).

ANEXA 2.31 Secțiunea Date privind situația fluxului de numerar

Date privind situația fluxului de numerar

	FYE 31.12.2007	Stub anterior 30.09.2007	Actual Stub 30.09.2008	LTM 30.09.2008
Amortizare și amortizare	28,0	22.0	24.0	30,0
% vânzări	*2,2%*	*2,5%*	*2,4%*	*2,2%*
Cheltuieli de capital	27,0	20,0	22.0	29,0
% vânzări	*2,2%*	*2,3%*	*2,2%*	*2,1%*

Multiplii de tranzacție LTM Pentru calcularea multiplilor de tranzacție ai Rosenbaum , am aplicat valoarea întreprinderii și prețul de ofertă pe acțiune datelor financiare LTM ajustate corespunzătoare (a se vedea Anexa 2.32). Acești multipli au fost apoi legați de foaia de ieșire a tranzacțiilor precedente (a se vedea Anexa 2.35) unde sunt afișați multiplii pentru întregul univers.

ANEXA 2.32 Secțiunea Multiplii de Tranzacție LTM

Multiplii de tranzacție LTM	
EV/Vânzări	1,5x
Metric	1.375,0 USD
EV/EBITDA	8,0x
Metric	250,0 USD
EV/EBIT	9,1x
Metric	220,0 USD
P/E	13,6x
Metric	1,47 USD

= Valoarea întreprinderii / LTM 30.09.08 EBITDA = 2.000,0 milioane USD / 250,0 milioane USD

Enterprise Value-to-LTM EBITDA Pentru EV/LTM EBITDA, am împărțit valoarea companiei Rosen baum de 2.000 milioane USD la EBITDA ajustat LTM 30/09/08 de 250 milioane USD pentru a oferi un multiplu de 8,0 x . Am folosit aceeași abordare pentru a calcula multiplii LTM EV/vânzări și EV/EBIT.

Prețul de ofertă pe acțiune la câștigul pe acțiune diluat LTM Pentru P/E, am împărțit prețul de ofertă per acțiune de 20,00 USD la EPS diluat LTM al Rosenbaum de 1,47 USD pentru a oferi un multiplu de 13,6 x .

Prime plătite Analiza primelor plătite pentru tranzacțiile precedente nu se aplică atunci când se evaluează companii private precum ValueCo. Cu toate acestea, întrucât Rosenbaum era o

companie publică, am efectuat această analiză în scopuri ilustrative (a se vedea Anexa 2.33).

ANEXA 2.33 Secțiunea Prime plătite

Prime plătite

Anunțul tranzacției		Premium
Cu o zi înainte USD	17,39	*15,0%*
Prețul acțiunii neafectat		(2)
Cu 1 zi înainte	15,38 USD	*30,0%*
Cu 7 zile înainte	15.75	*27,0%*
Cu 30 de zile înainte	15.04	*33,0%*

= Prețul ofertei per preț / prețul acțiunii cu o zi înainte de anunț - 1
= 20,00 USD / 16,67 USD - 1

Note

(2) La 15 august 2008, Rosenbaum Industries a anunțat formarea unui comitet special pentru a explora alternative strategice.

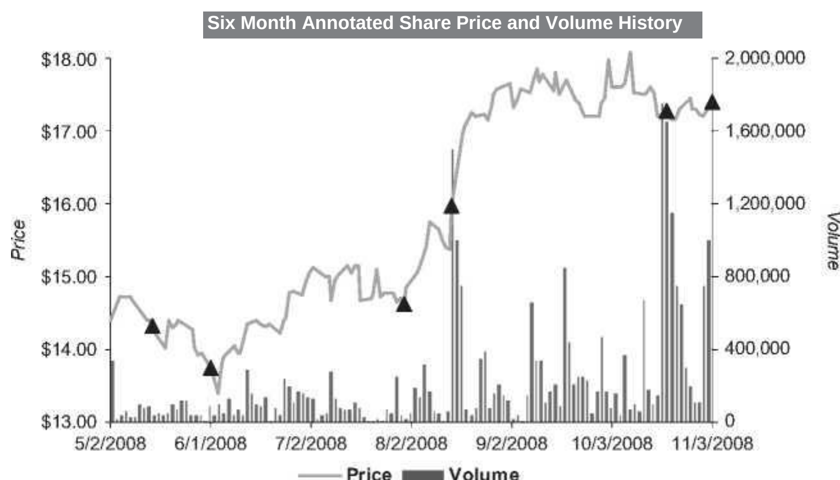
Prețul de ofertă de 20,00 USD per acțiune a servit drept bază pentru efectuarea analizei primelor plătite, reprezentând o primă de 15% față de prețul acțiunilor Rosenbaum de 17,39 USD în ziua anterioară anunțului tranzacției. Cu toate acestea, după cum se arată în Anexa 2.34, prețul acțiunilor Rosenbaum a fost direct afectat de anunțul că explora alternative strategice din 15 august 2008 (chiar dacă tranzacția reală nu a fost anunțată până la 3 noiembrie 2008). Prin urmare, am analizat și primele neafectate plătite pe baza prețurilor de închidere ale acțiunilor Rosenbaum de 15,38 USD, 15,75 USD și 15,04 USD, pentru perioadele de una, șapte și 30 de zile calendaristice anterioare datei de 15 august 2008. Acest lucru ne-a oferit prime de 3%, 3% și 30% anual. respectiv, care sunt mai în concordanță cu primele tradiționale de fuziuni și achiziții publice.

Pasul IV. Evaluarea comparativă a achizițiilor comparabile

În Pasul IV, am legat statisticile financiare cheie și ratele pentru companiile țintă (calculate în Pasul III) cu foile de rezultate utilizate în scopuri de benchmarking (a se vedea Capitolul 1, Anexele 1.53 și 1.54, pentru șabloane generale). Fișele de benchmarking ne-au ajutat să stabilim acele ținte cele mai comparabile cu ValueCo din perspectivă financiară, și anume Rosenbaum Industries, Schneider & Co. și ParkCo. În același timp, analiza noastră din Pasul I ne-a oferit suficiente informații pentru a confirma că aceste companii sunt foarte comparabile cu ValueCo din punct de vedere al afacerii.

Multiplii de tranzacție relevante și informațiile despre tranzacții pentru fiecare dintre - achizițiile individuale comparabile au fost, de asemenea, legate de o fișă de ieșire. După cum se arată în Figura 2.35, sectorul ValueCo a cunoscut o activitate robustă de fuziuni și achiziții în perioada 2006 până la

EXHIBIT 2.34 Rosenbaum's Annotated Price/Volume Graph



Date	Event
15.5.2008	Rosenbaum Industries raportează rezultatele câștigurilor pentru primul trimestru încheiat la 31 martie 2008
6/02/2008	CEO-ul Rosenbaum primește o ofertă nesolicitată de la un sponsor financiar
31/07/2008	Media raportează că este probabilă o vânzare a Rosenbaum Industries
15.08.2008	Rosenbaum raportează rezultatele câștigurilor pentru al doilea trimestru încheiat la 30 iunie 2008
15.8.2008	**Consiliul de administrație al lui Rosenbaum formează un comitet special pentru a explora alternative strategice**
20/10/2008	Media relatează că Rosenbaum este aproape de a semna un acord
11/03/2008	Rosenbaum raportează rezultatele câștigurilor pentru trimestrul al treilea încheiat la 30 septembrie 2008
11/03/2008	**Pearl Corp. încheie un acord definitiv pentru achiziționarea Rosenbaum**

2008, care ne-a oferit suficiente date relevante pentru analiza noastră. Luarea în considerare a condițiilor de piață și a altor dinamici ale tranzacțiilor pentru fiecare dintre aceste tranzacții a susținut și mai mult selecția noastră a Pearl Corp./Rosenbaum Industries, Goodson Corp./Schneider & Co. și Leicht & Co./ParkCo drept cele mai bune achiziții comparabile. Acești multipli au format baza principală pentru selecția noastră a intervalului multiplu adecvat pentru ValueCo.

Pasul V. Determinați evaluarea

În sectorul ValueCo, companiile sunt de obicei evaluate pe baza multiplilor EV/EBITDA. Prin urmare, am folosit o abordare multiplă LTM EV/EBITDA în evaluarea ValueCo folosind tranzacții precedente. Am pus un accent deosebit pe acele tranzacții considerate cele mai comparabile, și anume achizițiile Rosen baum Industries, Schneider & Co. și ParkCo pentru a încadra gama (după cum sa discutat în Pasul IV).

Această abordare ne-a determinat să stabilim un interval multiplu de 7,0 x până la 8,0 x EBITDA LTM. Apoi am înmulțit punctele finale ale acestui interval cu EBITDA LTM 9/30/08 ValueCo de 146,7 milioane USD pentru a calcula un interval implicit al valorii întreprinderii de aproximativ 1.027 milioane USD până la 1.173 milioane USD (vezi Anexa 2.36).

ValueCo Corporation
Precedent Transactions Analysis
($ in millions)

							Enterprise Value /			LTM	Equity Value /	Premiums Paid		
Date Announced	Acquirer	Target	Transaction Type	Purchase Consideration	Equity Value	Enterprise Value	LTM Sales	LTM EBITDA	LTM EBIT	EBITDA Margin	LTM Net Income	Days Prior to Unaffected 1	7	30
11/3/2008	Pearl Corp.	Rosenbaum Industries	Public / Public	Cash	$1,700	$2,000	1.5x	8.0x	9.1x	18%	13.6x	30%	27%	33%
10/30/2008	Goodson Corp.	Schneider & Co.	Public / Public	Cash / Stock	932	1,232	1.2x	7.6x	8.7x	16%	13.9x	29%	32%	31%
6/22/2008	Leicht & Co.	ParkCo	Public / Private	Cash	650	875	1.1x	7.1x	8.1x	15%	12.0x	NA	NA	NA
4/15/2008	Pryor, Inc.	Bress Products	Public / Public	Stock	1,301	1,326	1.6x	8.5x	12.5x	19%	14.4x	29%	36%	34%
10/1/2007	The Hochberg Group	Whalen Inc.	Sponsor / Private	Cash	225	330	1.3x	7.7x	9.2x	17%	13.3x	NA	NA	NA
8/8/2007	Cole Manufacturing	Gordon Inc.	Public / Public	Stock	2,371	2,796	1.4x	8.0x	10.7x	18%	17.7x	33%	31%	36%
7/6/2007	Eu-Han Capital	Rughwani International	Sponsor / Public	Cash	1,553	2,233	1.2x	7.5x	9.3x	15%	12.4x	38%	42%	43%
11/9/2006	The Meisner Group	Kamras Brands	Sponsor / Public	Cash	916	936	1.2x	7.3x	8.3x	16%	13.1x	34%	35%	36%
6/21/2006	Domanski Capital	Neren Industries	Sponsor / Public	Cash	1,248	1,798	1.0x	7.2x	8.3x	13%	16.0x	35%	37%	39%
3/20/2006	Lanzarone International	Falk & Sons	Public / Private	Cash	360	530	0.9x	6.5x	8.1x	14%	10.6x	NA	NA	NA
Mean							**1.2x**	**7.5x**	**9.2x**	**16%**	**13.7x**	**33%**	**34%**	**36%**
Median							**1.2x**	**7.5x**	**8.9x**	**16%**	**13.4x**	**33%**	**35%**	**36%**
High							**1.6x**	**8.5x**	**12.5x**	**19%**	**17.7x**	**38%**	**42%**	**43%**
Low							**0.9x**	**6.5x**	**8.1x**	**13%**	**10.6x**	**29%**	**27%**	**31%**

ANEXA 2.36 Intervalul de evaluare implicit al ValueCo

ValueCo Corporation Interval de evaluare implicit *(milioane USD, LTM 30.09.2008)*					
	EBITDA Metric	Interval multiplu			Implicat Valoarea întreprinderii
LTM	146,7 USD	7,00x	–	8,00x	1.026,7 USD – 1.173,3 USD

Ca o ultimă etapă, am analizat intervalul de evaluare derivat din tranzacțiile precedente versus cel derivat de la companii comparabile. După cum se arată în terenul de fotbal din Figura 2.37, intervalul de evaluare derivat din tranzacțiile precedente este relativ în concordanță cu cel derivat de la companii comparabile. Prima ușoară acordată companiilor comparabile poate fi atribuită primelor plătite în tranzacțiile de fuziuni și achiziții.

ANEXA 2.37 Teren de fotbal ValueCo care afișează companii comparabile și tranzacții precedente

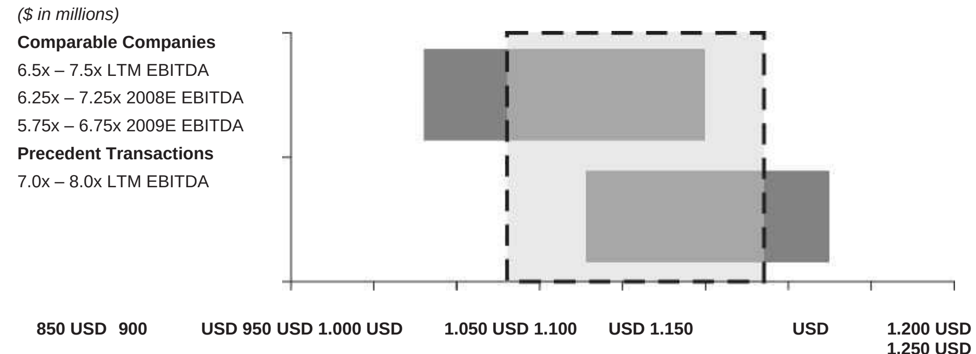


EXHIBIT 2.35 Precedent Transactions Analysis Output Page

▪ CAPITOLUL 3

Analiza fluxului de numerar redus

Danaliza fluxului de numerar calculat („analiza DCF" sau „DCF") este o metodologie fundamentală de evaluare utilizată pe scară largă de către bancherii de investiții, ofițerii corporativi, profesorii universitari, investitorii și alți profesioniști din domeniul finanțelor. Se bazează pe principiul că valoarea unei companii, divizii, afaceri sau colecții de active („țintă") poate fi derivată din valoarea actuală a *fluxului de numerar liber proiectat* (FCF). FCF proiectat al unei companii este derivat dintr-o varietate de ipoteze și judecăți cu privire la performanța financiară așteptată, inclusiv ratele de creștere a vânzărilor, marjele de profit, cheltuielile de capital și cerințele *de capital de lucru net* (NWC). DCF are o gamă largă de aplicații, inclusiv evaluarea pentru diferite situații de fuziuni și achiziții, IPO, restructurari și decizii de investiții.

Evaluarea implicită pentru o țintă de către un DCF este cunoscută și sub numele de *valoarea sa intrinsecă* , spre deosebire de valoarea sa de piață, care este valoarea atribuită de piață la un moment dat. Ca urmare, atunci când se efectuează o evaluare cuprinzătoare, un DCF servește ca o alternativă importantă la tehnicile de evaluare bazate pe piață, cum ar fi companii comparabile și tranzacții precedente, care pot fi distorsionate de o serie de factori, inclusiv aberațiile pieței (de exemplu, criza creditului post-subprime). Ca atare, un DCF joacă un rol important ca verificare a evaluării de piață predominante pentru o companie tranzacționată la bursă. Un DCF este, de asemenea, valoros atunci când există un joc pur limitat (sau nu există), companii similare sau achiziții comparabile.

Într-un DCF, FCF-ul unei companii este de obicei proiectat pentru o perioadă de cinci ani. Perioada de proiecție, totuși, poate fi mai lungă, în funcție de sectorul companiei, de stadiul de dezvoltare și de predictibilitatea de bază a performanței sale financiare. Având în vedere dificultățile inerente în proiectarea cu acuratețe a performanței financiare a unei companii pe o perioadă extinsă de timp (și prin diferite cicluri economice și de afaceri), o *valoare terminală* este utilizată pentru a capta valoarea rămasă a țintei dincolo de perioada de proiecție (adică, valoarea sa de „cooperație").

FCF proiectat și valoarea terminală sunt actualizate până în prezent la *costul mediu ponderat al capitalului* (WACC) al țintei, care este o rată de actualizare proporțională cu riscurile sale de afaceri și financiare. Valoarea actuală a FCF și valoarea terminală sunt însumate pentru a determina o valoare a întreprinderii, care servește ca bază pentru evaluarea DCF. Ipotezele WACC și valoarea terminală au de obicei un impact substanțial asupra producției, chiar și mici variații producând diferențe semnificative în evaluare. Ca rezultat, o ieșire DCF este privită în termeni de un interval de evaluare bazat pe o serie de ipoteze cheie de intrare, mai degrabă decât ca o singură valoare. Impactul acestor ipoteze asupra evaluării este testat utilizând *analiza de sensibilitate* .

Ipotezele care conduc un DCF sunt atât principalele sale puncte forte, cât și slăbiciuni față

de tehnicile de evaluare bazate pe piață. Pe partea pozitivă, utilizarea ipotezelor defensabile privind proiecțiile financiare, WACC și valoarea terminală ajută la protejarea evaluării țintei de distorsiunile pieței care apar periodic. În plus, un DCF oferă flexibilitatea de a analiza evaluarea țintei în diferite scenarii prin modificarea intrărilor subiacente și examinând impactul rezultat. Pe partea negativă, un DCF este la fel de puternic ca și ipotezele sale. Prin urmare, ipotezele care nu reușesc să surprindă în mod adecvat setul realist de oportunități și riscuri cu care se confruntă ținta, de asemenea, nu vor produce o evaluare semnificativă.

Acest capitol prezintă o construcție pas cu pas a unui DCF sau a științei sale (a se vedea Anexa 3.1). În același timp, oferă instrumentele pentru a stăpâni arta DCF, și anume capacitatea de a crea un set logic de ipoteze bazate pe o analiză aprofundată a țintei și a factorilor cheie de performanță. Odată ce acest cadru este stabilit, efectuăm o analiză DCF ilustrativă pentru compania noastră țintă, ValueCo.

ANEXA 3.1 Etapele analizei fluxului de numerar redus

Pasul I. Studiați ținta și determinați factorii cheie de performanță
Pasul II. Fluxul de numerar gratuit al proiectului
Pasul III. Calculați costul mediu ponderat al capitalului
Pasul IV. Determinați valoarea terminalului
Pasul V. Calculați valoarea actuală și determinați evaluarea

Rezumatul etapelor analizei fluxului de numerar redus

- **Pasul I. Studiați ținta și determinați factorii cheie de performanță** . Primul pas în realizarea unui DCF, ca în cazul oricărui exercițiu de evaluare, este să studiezi și să înveți cât mai multe despre țintă și sectorul său. Scurtăturile în acest domeniu critic al due diligence pot duce la ipoteze greșite și la distorsiuni de evaluare mai târziu. Acest exercițiu implică determinarea factorilor cheie ai performanței financiare (în special creșterea vânzărilor, profitabilitatea și generarea de FCF), care îi permite bancherului să elaboreze (sau să susțină) un set susținut de proiecții pentru țintă. Pasul I este invariabil mai ușor atunci când se evaluează o companie publică, spre deosebire de o companie privată, datorită disponibilității informațiilor din surse precum dosarele SEC (de exemplu, 10-Ks, 10-Qs și 8-Ks), rapoartele de cercetare a capitalului propriu, transcrierile apelurilor de câștiguri și prezentările investitorilor.

  Pentru companiile private, care nu depun documente, bancherul se bazează adesea pe managementul companiei pentru a furniza materiale care conțin informații de bază de afaceri și financiare . Într-un proces organizat de vânzare de fuziuni și achiziții, aceste informații sunt furnizate de obicei sub forma unui CIM (a se vedea capitolul 6). În absența acestor informații, surse alternative (de exemplu, site-uri web ale companiei, reviste comerciale și articole de știri, precum și dosarele SEC și rapoartele de cercetare pentru concurenții publici, clienții și furnizorii) trebuie să fie utilizate pentru a afla informațiile de bază ale companiei și pentru a forma baza pentru dezvoltarea ipotezelor pentru a conduce proiecțiile financiare.

- **Pasul II. Fluxul de numerar gratuit al proiectului.** Proiecția FCF *fără efect de levier al țintei* formează nucleul unui DCF. FCF fără pârghie, la care numim pur și simplu FCF în

acest capitol, reprezintă numerarul generat de o companie după achitarea tuturor cheltuielilor și impozitelor de exploatare în numerar, precum și a finanțării capitalului și a capitalului de lucru, dar înainte de plata oricărei cheltuieli cu dobânzile. [71]FCF proiectat al țintei este determinat de ipotezele care stau la baza performanței sale financiare viitoare, inclusiv ratele de creștere a vânzărilor, marjele de profit, capitalul și cerințele de capital de lucru. Performanța istorică, combinată cu îndrumările terților și/sau ale managementului , ajută la dezvoltarea acestor ipoteze. Utilizarea proiecțiilor realiste FCF este critică, deoarece are cel mai mare efect asupra evaluării într-un DCF.

Într-un DCF, FCF-ul țintei este de obicei proiectat pentru o perioadă de cinci ani, dar această perioadă poate varia în funcție de sectorul țintei, stadiul de dezvoltare și predictibilitatea FCF-ului său. Cu toate acestea, cinci ani sunt de obicei suficienti pentru a acoperi cel puțin un ciclu economic/economic și pentru a permite realizarea cu succes a inițiativelor în curs sau planificate. Scopul este de a proiecta FCF într-un punct în viitor în care performanța financiară a țintei este considerată a atins o „stare de echilibru” care poate servi drept bază pentru un calcul al valorii terminale (vezi Pasul IV).

- **Pasul III. Calculați costul mediu ponderat al capitalului.** Într-un DCF, WACC este rata utilizată pentru actualizarea FCF proiectată a țintei și valoarea terminală până în prezent. Este conceput pentru a reflecta în mod corect riscurile de afaceri și financiare ale țintei. După cum connotă numele său, WACC reprezintă „media ponderată” a randamentului necesar al capitalului investit (de obicei datorii și capitaluri proprii) într-o anumită companie. Este, de asemenea, denumită „rata de reducere” sau „costul capitalului” a unei companii. Deoarece componentele datoriilor și capitalurilor proprii au, în general, profiluri de risc și ramificații fiscale semnificativ diferite, WACC depinde de structura capitalului.

- **Pasul IV. Determinați valoarea terminalului.** Abordarea DCF a evaluării se bazează pe determinarea valorii prezente a FCF viitoare produse de țintă. Având în vedere provocările de proiectare a FCF-ului țintei pe termen nelimitat, o valoare terminală este utilizată pentru a cuantifica valoarea rămasă a țintei după perioada de proiecție. Valoarea terminală reprezintă de obicei o parte substanțială a valorii țintei într-un DCF. Prin urmare, este important ca datele financiare ale țintei din ultimul an al perioadei de proiecție („anul final”) să reprezinte o stare de echilibru sau un nivel normalizat de performanță financiară, spre deosebire de un nivel ciclic maxim sau scăzut.

  Există două metode larg acceptate utilizate pentru a calcula valoarea finală a unei companii - metoda exit multiple (EMM) și metoda perpetuity growth (PGM). EMM calculează valoarea rămasă a țintei după perioada de proiecție pe baza unui multiplu al EBITDA (sau EBIT) din anul terminal al țintei. PGM calculează valoarea terminală tratând FCF anul terminal al țintei ca pe o perpetuitate care crește la o rată presupusă.

- **Pasul V. Calculați valoarea actuală și determinați evaluarea.** FCF proiectat și valoarea terminală a țintei sunt actualizate la prezent și se însumează pentru a calcula valoarea întreprinderii. Valoarea implicită a capitalului propriu și prețul acțiunilor (dacă este relevant) pot fi apoi derivate din valoarea întreprinderii calculată. Calculul valorii actuale se realizează prin înmulțirea FCF pentru fiecare an din perioada de proiecție,

  precum și valoarea terminală, prin *factorul de discount respectiv* . Factorul de actualizare reprezintă valoarea actuală a unui dolar primit la o dată viitoare dată, presupunând o

[71]Consultați Capitolul 4: Cumpărări cu efect de levier și Capitolul 5: Analiza LBO pentru o discuție despre fluxul de numerar liber *cu efect de levier* sau numerarul disponibil pentru rambursarea datoriilor.

anumită rată de actualizare.[72]

Deoarece un DCF încorporează numeroase ipoteze despre factorii cheie de performanță, WACC și valoarea terminală, este folosit pentru a produce un interval de evaluare mai degrabă decât o singură valoare. Exercițiul de conducere a unui interval de evaluare prin variarea intrărilor cheie se numește analiză de sensibilitate. Factorii principali de evaluare DCF, cum ar fi WACC, rata de creștere multiplă de ieșire sau pe perpetuitate, ratele de creștere a vânzărilor și marjele sunt cele mai frecvent sensibilizate. Odată determinat, intervalul de evaluare implicat de DCF ar trebui comparat cu cele derivate din alte metodologii, cum ar fi companii comparabile, tranzacții precedente și analiza LBO (dacă este cazul) ca o verificare a stării de spirit.

Odată ce abordarea pas cu pas rezumată mai sus este finalizată, pagina finală de ieșire DCF ar trebui să arate similar cu cea prezentată în Anexa 3.2.

[72]De exemplu, presupunând o rată de actualizare de 10% și un orizont de timp de un an, factorul de reducere este 0,91 (1/(1 + 10%)ˆ1), ceea ce implică faptul că un dolar primit într-un an în viitor ar valora 0,91 USD astăzi.

ANEXA 3.2 Pagina de ieșire a analizei DCF

ValueCo Corporation

Discounted Cash Flow Analysis

($ in millions, except per share data, fiscal year ending December 31)

	Historical Period			CAGR		Projection Period					CAGR
	2005	2006	2007	('05 - '07)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	('08 - '13)
Sales	$780.0	$850.0	$925.0	8.9%	$1,000.0	$1,080.0	$1,144.8	$1,190.6	$1,226.3	$1,263.1	4.8%
% growth	NA	9.0%	8.8%		8.1%	8.0%	6.0%	4.0%	3.0%	3.0%	
EBITDA	$109.2	$123.3	$138.8	12.7%	$150.0	$162.0	$171.7	$178.6	$183.9	$189.5	4.8%
% margin	14.0%	14.5%	15.0%		15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	
Depreciation & Amortization	15.6	17.0	18.5		20.0	21.6	22.9	23.8	24.5	25.3	
EBIT	$93.6	$106.3	$120.3	13.3%	$130.0	$140.4	$148.8	$154.8	$159.4	$164.2	4.8%
% margin	12.0%	12.5%	13.0%		13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	
Taxes	35.6	40.4	45.7		49.4	53.4	56.6	58.8	60.6	62.4	
EBIAT	$58.0	$65.9	$74.6	13.3%	$80.6	$87.0	$92.3	$96.0	$98.8	$101.8	4.8%
Plus: Depreciation & Amortization	15.6	17.0	18.5		20.0	21.6	22.9	23.8	24.5	25.3	
Less: Capital Expenditures	(15.0)	(18.0)	(18.5)		(20.0)	(21.6)	(22.9)	(23.8)	(24.5)	(25.3)	
Less: Increase in Net Working Capital						(8.0)	(6.5)	(4.6)	(3.6)	(3.7)	
Unlevered Free Cash Flow						$79.0	$85.8	$91.4	$95.3	$98.1	
WACC	11.0%										
Discount Period						0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	
Discount Factor						0.95	0.86	0.77	0.69	0.63	
Present Value of Free Cash Flow						$75.0	$73.4	$70.4	$66.1	$61.4	

Enterprise Value	
Cumulative Present Value of FCF	$346.3
erminal Value	
erminal Year EBITDA (2	$189.5
xit Multiple	7.0x
Terminal Value	$1,326.3
iscount Factor	0.59
Present Value of Term	$787.1
% of Enterprise Value	69.4%
	$1,133.3

Implied Equity Value and Share Price	
Enterprise Value	$1,133.3
Less: Total Debt	(300.0)
Less: Preferred Securities	-
Less: Noncontrolling Interest	-
Plus: Cash and Cash Equivalents	25.0
	$858.3

Implied Perpetuity Growth Rate	
Terminal Year Free Cash Flow (2013E)	$98.1
Implied Perpetuity Growth Rate	3.0%

Implied EV/EBITDA	
Enterprise Value	$1,133.3
LTM 9/30/2008 EBITDA	146.7
Implied EV/EBITDA	7.7x

Enterprise Value

	Exit Multiple				
	6.0x	6.5x	7.0x	7.5x	8.0x
10.0%	1,060	1,119	1,177	1,236	1,295
10.5%	1,040	1,098	1,155	1,213	1,270
11.0%	1,021	1,077	$1,133	1,190	1,246
11.5%	1,002	1,057	1,112	1,167	1,222
12.0%	984	1,038	1,091	1,145	1,199

Implied Perpetuity Growth Rate

	Exit Multiple				
	6.0x	6.5x	7.0x	7.5x	8.0x
10.0%	0.9%	1.5%	2.1%	2.6%	3.0%
10.5%	1.3%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
11.0%	1.7%	2.4%	3.0%	3.5%	3.9%
11.5%	2.2%	2.8%	3.4%	3.9%	4.4%
12.0%	2.6%	3.3%	3.9%	4.4%	4.8%

PASUL I. STUDIAȚI ȚINTA ȘI DETERMINAȚI MOTORILOR CHEIE DE PERFORMANȚĂ

Studiați ținta

Primul pas în realizarea unui DCF, ca în cazul oricărui exercițiu de evaluare, este să studiezi și să înveți cât mai multe despre țintă și sectorul său. O înțelegere aprofundată a modelului de afaceri al țintei, a profilului financiar, a propunerii de valoare pentru clienți, a piețelor finale, a concurenților și a riscurilor cheie este esențială pentru dezvoltarea unui cadru de evaluare. Bancherul trebuie să fie capabil să creeze (sau să susțină) un set realist de proiecții financiare, precum și ipoteze WACC și valoarea terminală, pentru țintă. Efectuarea acestei sarcini este invariabil mai ușoară atunci când se evaluează o companie publică decât o companie privată, datorită disponibilității informațiilor.

Pentru o companie publică, [73]o citire atentă a dosarelor sale recente la SEC (de exemplu, 10-Ks, 10-Qs și 8-Ks), transcrierile apelurilor de câștiguri și prezentările pentru investitori oferă o introducere solidă în afacerile și caracteristicile financiare ale acesteia. Pentru a determina factorii cheie de performanță, secțiunile MD&A din cele mai recente 10-K și 10-Q sunt o sursă importantă de informații, deoarece oferă un rezumat al performanței financiare și operaționale a companiei în perioadele anterioare de raportare, precum și perspectivele conducerii pentru companie. Rapoartele de cercetare a capitalului adaugă culoare și perspectivă suplimentară, oferind de obicei estimări de performanță financiară pentru perioada viitoare de doi sau trei ani.

Pentru companiile private, care nu declară sau diviziile mai mici ale companiilor publice (pentru care nu sunt furnizate informații segmentate), conducerea companiei este adesea bazată pe furnizarea de materiale care conțin informații de bază de afaceri și financiare. Într-un proces organizat de vânzare de fuziuni și achiziții, aceste informații sunt furnizate de obicei sub forma unui CIM. În absența acestor informații, trebuie utilizate surse alternative, cum ar fi site-urile web ale companiilor, reviste comerciale și articole de știri, precum și dosarele SEC și rapoartele de cercetare pentru concurenții publici, clienții și furnizorii. Pentru acele companii private care au fost odată depuneri publici sau au funcționat ca o filială a unui depunător public, poate fi informativ să citiți dosarele vechi sau rapoartele de cercetare.

Determinați factorii cheie de performanță

Următorul nivel de analiză implică determinarea factorilor cheie ai performanței unei companii (în special creșterea vânzărilor, profitabilitatea și generarea de FCF) cu scopul de a elabora (sau de a susține) un set susținut de proiecții FCF. Acești factori pot fi atât interni (cum ar fi deschiderea de noi facilități/magazine, dezvoltarea de noi produse , asigurarea de noi contracte cu clienții și îmbunătățirea eficienței operaționale și/sau a capitalului de lucru), cât și externi (cum ar fi achiziții, tendințele pieței finale, modelele de cumpărare ale consumatorilor, factori macroeconomici sau chiar modificări legislative/de reglementare).

Profilul de creștere al unei anumite companii poate varia semnificativ față de cel al colegilor săi din sector, cu anumite modele de afaceri și echipe de management mai concentrate pe sau capabile de extindere. Rentabilitatea poate varia, de asemenea, pentru companii dintr-un anumit punct

sector în funcție de o multitudine de factori, inclusiv management, brand, bază de clienți, concentrare operațională, mix de produse, strategie de vânzări/marketing, scară și tehnologie. În

[73]Inclusiv acele companii care au titluri de creanță înregistrate în circulație, dar nu au acțiuni tranzacționate public.

mod similar, în ceea ce privește generarea de FCF, există adesea diferențe semnificative între egali în ceea ce privește investițiile (de exemplu, proiecte de expansiune sau mașini deținute versus mașini închiriate) și eficiența capitalului de lucru, de exemplu.

PASUL II. FLUXUL DE NUMERAR LIBERA DE PROIECT

După ce a studiat ținta și a determinat factorii cheie de performanță, bancherul este pregătit să își proiecteze FCF. După cum sa discutat anterior, FCF este numerarul generat de o companie după achitarea tuturor cheltuielilor de exploatare în numerar și a impozitelor asociate, precum și a finanțării capitalului și a capitalului de lucru, dar înainte de plata oricărei cheltuieli cu dobânda (a se vedea Anexa 3.3). FCF este independent de structura capitalului, deoarece reprezintă numerarul disponibil pentru toți furnizorii de capital (atât deținătorii de datorii, cât și de acțiuni).

ANEXA 3.3 Calculul liber al fluxului de numerar

Câștigurile înainte de dobânzi și impozite
Mai puțin: taxe (la cota marginală de impozitare)

Câștiguri înainte de dobândă după impozite
Plus: amortizare și amortizare
Mai puțin: Cheltuieli de capital
Mai puțin: creșterea/(scăderea) capitalului de lucru net

Flux de numerar gratuit

Considerații pentru proiectarea fluxului de numerar liber

Performanță istorică Performanța istorică oferă o perspectivă valoroasă pentru dezvoltarea ipotezelor defensabile pentru proiectarea FCF. Ratele de creștere anterioare, marjele de profit și alte indicatori sunt de obicei un indicator de încredere al performanței viitoare, în special pentru companiile mature din sectoarele non-ciclice. Deși este informativ să revizuiți datele istorice dintr-un orizont de timp cât mai lung posibil, de obicei, perioada anterioară de trei ani (dacă este disponibilă) servește ca un bun proxy pentru proiectarea performanței financiare viitoare.

Prin urmare, așa cum demonstrează rezultatul din Figura 3.2, DCF începe de obicei prin a prezenta datele financiare istorice ale țintei pentru perioada precedentă de trei ani. Aceste date financiare istorice provin din situațiile financiare ale țintei, cu ajustări efectuate pentru elemente nerecurente și evenimente recente, după caz, pentru a oferi o bază normalizată pentru proiectarea performanței financiare.

Durata perioadei de proiecție De obicei, bancherul proiectează FCF-ul țintei pe o perioadă de cinci ani, în funcție de sectorul său, stadiul de dezvoltare și predictibilitatea performanței sale financiare. După cum s-a discutat în Pasul IV, este esențial să se proiecteze FCF într-un punct din viitor în care performanța financiară a țintei atinge o stare de echilibru sau un nivel normalizat. Pentru companiile mature din industriile consacrate, cinci ani sunt adesea suficienți pentru a permite unei companii să-și atingă starea de echilibru. O proiecție pe cinci ani

perioada se întinde de obicei pe cel puțin un ciclu de afaceri și oferă suficient timp pentru realizarea cu succes a inițiativelor în curs sau planificate.

În situațiile în care ținta se află în stadiile incipiente ale creșterii rapide, totuși, poate fi mai adecvat să se construiască un model de proiecție pe termen mai lung (de exemplu, zece ani sau mai mult) pentru a permite țintei să atingă un nivel de echilibru al fluxului de numerar. În plus, o perioadă mai lungă de proiecție este adesea folosită pentru întreprinderile din sectoare cu fluxuri de venituri contractate pe termen lung, cum ar fi resursele naturale, comunicațiile prin satelit sau utilitățile.

Cazuri alternative Fie că oferă consiliere pe partea de cumpărare sau de vânzare a unui proces organizat de vânzare de fuziuni și achiziții, bancherul primește de obicei cinci ani de proiecții financiare pentru țintă, care este de obicei etichetată „Caz de management". În același timp, bancherul trebuie să dezvolte un grad suficient de confort pentru a susține și apăra aceste ipoteze. Adesea, bancherul efectuează ajustări la previziunile conducerii care încorporează ipoteze considerate mai probabile, cunoscute sub denumirea de „Cazul de bază", în timp ce creează cazuri pozitive și negative.

Dezvoltarea de cazuri alternative necesită o înțelegere solidă a factorilor de performanță specifici companiei, precum și a tendințelor sectorului. Bancherul introduce diferitele ipoteze care conduc aceste cazuri în paginile de ipoteze (a se vedea Capitolul 5, Anexele 5.52 și 5.53), care se alimentează în pagina de ieșire DCF (a se vedea Anexa 3.2). O funcție de „comutație" sau „comutație" din model permite bancherului să se deplaseze între cazuri fără a fi nevoie să reintroducă datele financiare prin introducerea unui număr sau a unei litere (care corespunde unui anumit set de ipoteze) într-o singură celulă.

Proiectarea performanței financiare fără îndrumări ale managementului În multe - cazuri, un DCF este realizat fără beneficiul primirii unui set inițial de proiecții. Pentru companiile tranzacționate la bursă, estimările de cercetare de consens pentru statistici financiare, cum ar fi vânzările, EBITDA și EBIT (care sunt furnizate în general pentru o perioadă viitoare de doi sau trei ani) sunt de obicei utilizate pentru a forma baza pentru dezvoltarea unui set de proiecții. Rapoartele individuale de cercetare a capitalului propriu pot oferi detalii financiare suplimentare, inclusiv (în unele cazuri) un model de proiecție pe doi ani (sau mai mult) la scară completă.

Pentru companiile private, un DCF robust depinde adesea de primirea de proiecții financiare de la conducerea companiei. În practică, însă, acest lucru nu este întotdeauna posibil. Prin urmare, bancherul trebuie să dezvolte setul de abilități necesare pentru a prognoza în mod rezonabil performanța financiară în absența proiecțiilor de management. În aceste cazuri, bancherul se bazează în mod obișnuit pe performanța financiară istorică, tendințele sectorului și estimările consensuale pentru companiile publice comparabile pentru a genera proiecții defensibile.

Restul acestei secțiuni oferă o discuție detaliată a componentelor majore ale FCF, precum și abordări practice pentru proiectarea FCF *fără a beneficia de proiecții sau îndrumări de management ușor disponibile* .

Proiecția vânzărilor, EBITDA și EBIT

Proiecții de vânzări Pentru companiile publice, bancherul obține adesea proiecții de top pentru primii doi sau trei ani ai perioadei de proiecție din estimări de consens. În mod similar, pentru companiile private, estimările de consens pentru companiile similare pot fi utilizate ca proxy pentru ratele de creștere a vânzărilor așteptate, cu condiția ca linia de tendință să fie în concordanță cu performanța istorică și cu perspectivele sectorului.

Deoarece cercetarea de capital nu oferă în mod normal estimări dincolo de o perioadă viitoare de doi sau trei ani (excluzând inițierea rapoartelor de acoperire), bancherul trebuie să calculeze ratele de creștere în anii externi din surse alternative. Fără beneficiul îndrumării manageriale, aceasta implică de obicei mai multă artă decât știință. Adesea, rapoartele din industrie și studiile de consultanță oferă estimări privind tendințele sectorului pe termen lung și ratele de creștere. În absența unei orientări fiabile, bancherul de obicei reduce ratele de creștere treptat în ultimii ani ai perioadei de proiecție pentru a ajunge la o rată de creștere rezonabilă pe termen lung până în anul final (de exemplu, 2% până la 4%).

Pentru o afacere foarte ciclică, cum ar fi o companie din oțel sau cherestea, totuși, nivelurile vânzărilor trebuie să urmărească mișcările ciclului subiacent al mărfurilor. În consecință, tendințele vânzărilor sunt de obicei mai volatile și pot încorpora oscilații dramatice de la vârf la minim, în funcție de punctul companiei în ciclu la începutul perioadei de proiecție. Indiferent de locul în care începe perioada de proiecție din ciclu, este esențial ca performanța financiară a anului terminal să reprezinte un nivel normalizat, spre deosebire de un nivel ciclic maxim sau scăzut. În caz contrar, valoarea terminală a companiei, care cuprinde de obicei o parte substanțială din valoarea totală într-un DCF, va fi înclinată către un nivel nereprezentativ. Prin urmare, într-un DCF pentru o companie ciclică, proiecțiile de vârf ar putea atinge un vârf (sau minim) în primii ani ai perioadei de proiecție și apoi să scadă (sau să crească) brusc înainte de a reveni la un nivel normalizat până în anul final.

Odată stabilite proiecțiile de vârf, este esențial să le oferim o verificare a stării de spirit față de ratele istorice de creștere ale țintei, precum și estimările de la egal la egal și perspectivele sectorului/pieței. Chiar și atunci când obțineți informații din estimări de consens, ipotezele de creștere pentru fiecare an trebuie să fie justificate, fie pe baza câștigurilor/scăderilor cotei de piață, a tendințelor finale ale pieței, a modificărilor mixului de produse, a schimbărilor cererii, a creșterii prețurilor sau a achizițiilor, de exemplu. În plus, bancherul trebuie să se asigure că previziunile de vânzări sunt în concordanță cu alte ipoteze aferente din DCF, cum ar fi cele pentru capital și capital de lucru. De exemplu, o creștere mai mare a liniilor de top necesită de obicei sprijinul unor niveluri mai ridicate de capital și capital de lucru.

COGS și SG&A Projections Pentru companiile publice, bancherul se bazează de obicei pe COGS [74](marja brută) și nivelurile SG&A istorice (ca procent din vânzări) și/sau sursele estimărilor din cercetare pentru a determina primii ani ai perioadei de proiecție, dacă sunt disponibile. Pentru anii externi ai perioadei de proiecție, este obișnuit să se mențină constantă marja brută și costurile generale și cheltuielile administrative ca procent din vânzări, deși bancherul poate presupune o ușoară îmbunătățire (sau scădere) dacă este justificată de tendințele companiei sau de perspectivele pentru sector/piață. În mod similar, pentru companiile private, bancherul se bazează, de obicei, pe tendințele istorice pentru a genera profitul brut și previziunile SG&A, de obicei menținând marjele constante la nivelurile anului istoric anterior. În același timp, bancherul poate examina, de asemenea, estimările de cercetare pentru companii similare pentru a ajuta la elaborarea/sprijinirea ipotezelor și pentru a oferi o perspectivă asupra tendințelor.

În unele cazuri, DCF poate fi construit numai pe baza proiecțiilor EBITDA și EBIT, excluzând astfel detaliile articolului rând pentru COGS și SG&A. Această abordare necesită, în general, ca NWC să fie condus ca procent din vânzări, deoarece detaliile COGS pentru

[74]Pentru companiile cu COGS care pot fi conduse pe o bază de volum/cost unitar, COGS este de obicei proiectat pe baza volumelor așteptate vândute și a costului pe unitate. Ipotezele care guvernează volumele așteptate și costul pe unitate pot fi derivate din nivelurile istorice, capacitatea de producție și/sau tendințele sectorului.

gestionarea stocurilor și a conturilor de plătit nu sunt disponibile (a se vedea Anexele 3.9, 3.10 și 3.11). Cu toate acestea, includerea detaliilor COGS și SG&A permite bancherului să conducă mai multe scenarii de operare pe baza marjelor brute și/sau a eficienței SG&A.

Proiecții EBITDA și EBIT Pentru companiile publice, proiecțiile EBITDA și EBIT pentru perioada viitoare de doi sau trei ani sunt de obicei obținute din (sau comparate cu) estimări de consens, dacă sunt disponibile. [75]Aceste previziuni surprind în mod inerent atât performanța profitului brut, cât și cheltuielile de costuri generale și administrative. O abordare comună pentru proiectarea EBITDA și EBIT pentru anii externi este de a menține marjele lor constante la nivelul reprezentat de ultimul an furnizat de estimările consensuale (dacă ultimul an de estimări este reprezentativ pentru un nivel de echilibru). După cum sa discutat anterior, totuși, nivelurile în creștere (sau în scădere) de profitabilitate pot fi modelate pe parcursul perioadei de proiecție, probabil din cauza modificărilor mixului de produse, ciclicității, efectului de pârghie operațional,[76] sau puterea/presiunea de stabilire a prețurilor.

Pentru companiile private, bancherul analizează tendințele istorice, precum și estimările de consens pentru companiile similare pentru a obține informații despre marjele proiectate. În absența unor informații suficiente pentru a justifica îmbunătățirea sau scăderea marjelor, bancherul poate pur și simplu să mențină marjele constante la nivelul anului istoric anterior pentru a stabili un set de referință de proiecții.

Proiecția fluxului de numerar liber

Într-o analiză DCF, EBIT servește în mod obișnuit ca rampă de lansare pentru calcularea FCF (a se vedea Figura 3.4). Pentru a trece de la EBIT la FCF, trebuie determinate mai multe elemente suplimentare, inclusiv rata de impozitare marginală, D&A, capitalul și modificările capitalului de lucru net.

EXHIBITUL 3.4 EBIT la FCF

EBIT
Mai puțin: taxe (la cota marginală de impozitare)

EBIAT
Plus: D&A
Mai puțin: Capex
Mai puțin: Creștere/(Scădere) în NWC

FCF

Proiecții fiscale Primul pas în calcularea FCF din EBIT este de a compensa impozitele estimate. Rezultatul este EBIT fiscal, cunoscut și sub numele de EBIAT sau NOPAT. Acest calcul implică înmulțirea EBIT cu (1 – t), unde „t” este rata de impozitare marginală a țintei. O rată de impozitare marginală de 35% până la 40% este, în general, presupusă în scopuri de modelare, dar cota reală de impozitare a companiei (rata de impozitare efectivă) în anii anteriori

[75]Dacă modelul este construit pe baza detaliilor COGS și SG&A, bancherul trebuie să se asigure că estimările consensuale EBITDA și EBIT se potrivesc cu aceste ipoteze. Acest exercițiu poate necesita o anumită triangulare între diferitele intrări pentru a asigura coerența.
[76]Măsura în care creșterea vânzărilor are ca rezultat creștere la nivelul veniturilor din exploatare; este o funcție a combinației de costuri fixe și variabile ale unei companii.

poate servi și ca punct de referință.[77]

Proiecții privind amortizarea și amortizarea Amortizarea este o cheltuială fără numerar care aproximează reducerea valorii contabile a activelor fixe pe termen lung sau a imobilizărilor corporale (IP&E) ale unei companii pe o durată de *viață utilă estimată* și reduce veniturile raportate. Amortizarea, ca și amortizarea, este o cheltuială fără numerar care reduce valoarea imobilizărilor *necorporale ale unei companii* și, de asemenea, reduce veniturile raportate.[78]

Unele companii raportează D&A împreună ca un element rând separat în contul de profit și pierdere, dar aceste cheltuieli sunt mai frecvent incluse în COGS (în special pentru producătorii de bunuri) și, într-o măsură mai mică, SG&A. Indiferent, D&A este dezvăluită în mod explicit în situația fluxului de numerar, precum și în notele la situațiile financiare ale unei companii. Deoarece D&A este o cheltuială fără numerar, aceasta este adăugată înapoi la EBIAT în calculul FCF (a se vedea Anexa 3.4). Prin urmare, în timp ce D&A scade câștigurile raportate ale unei companii, nu își scade FCF.

cu amortizarea sunt de obicei programate pe mai mulți ani, corespondenți cu durata de viață utilă a fiecărei clase de active ale companiei. Metoda *de amortizare liniară* presupune o cheltuială uniformă de amortizare pe durata de viață utilă estimată a unui activ. De exemplu, un activ achiziționat pentru 100 de milioane de dolari care este determinat a avea o durată de viață utilă de zece ani ar fi presupus că are o cheltuială anuală de amortizare de 10 milioane de dolari pe an timp de zece ani. Majoritatea celorlalte metode de amortizare se încadrează în categoria *deprecierii accelerate* , care presupune că un activ își pierde cea mai mare parte din valoare în primii ani de viață (adică, activul este amortizat pe un program accelerat, permițând deduceri mai mari mai devreme).

În scopul modelării DCF, deprecierea este adesea proiectată ca procent din vânzări sau investiții pe baza nivelurilor istorice, deoarece este direct legată de cheltuielile de capital ale unei companii, care, la rândul lor, tinde să susțină creșterea linia de top. O abordare alternativă este de a construi un program detaliat de P&E [79]bazat pe baza netă amortizabilă de P&E existentă a companiei și pe proiecțiile incrementale ale investițiilor. Această abordare presupune asumarea

o durată medie de viață rămasă pentru P&E nete amortizabile curente, precum și o perioadă de amortizare pentru investițiile noi. Deși este mai solidă din punct de vedere tehnic decât metoda „rapidă și murdară” de proiectare a deprecierii ca procent din vânzări sau investiții, construirea unui program de P&E nu dă, în general, un rezultat substanțial diferit.

Pentru un DCF construit pe baza previziunilor EBITDA și EBIT, amortizarea (și amortizarea) poate fi calculată pur și simplu ca diferență între cele două. Totuși, în acest scenariu, bancherul trebuie să se asigure că D&A implicită este în concordanță cu nivelurile

[77]Este important de înțeles că rata efectivă de impozitare a unei companii sau rata pe care o plătește efectiv în impozite diferă adesea de rata de impozitare marginală din cauza utilizării creditelor fiscale, a cheltuielilor nedeductibile (cum ar fi amenzile guvernamentale), a reducerilor de evaluare a activelor fiscale amânate și a altor politici fiscale specifice companiei.

[78]D&A în scopuri GAAP diferă de obicei de cel pentru impozitele federale pe venit. De exemplu, regulile fiscale ale guvernului federal permit, în general, unei companii să deprecieze activele pe o bază mai accelerată decât GAAP. Aceste diferențe creează datorii amânate. Datorită complexității calculării impozitelor D&A, bancherul utilizează de obicei GAAP D&A ca proxy pentru impozitul D&A.

[79]Un program de determinare a capitalului și proprietății unei companii pentru fiecare an din perioada de proiecție pe baza capitalurilor anuale (adăugări) și a amortizarii (scăderi). IMM-urile pentru un anumit an din perioada de proiecție este suma capitalurilor și proprietăților din anul anterior plus capitalul de investiții al anului de proiecție minus deprecierea anului de proiecție.

istorice, precum şi cu proiecțiile de investiții. [80]Indiferent de abordarea utilizată, bancherul face adesea o ipoteză simplificatoare conform căreia amortizarea și cheltuielile de investiții sunt în linie până în ultimul an al perioadei de proiecție, astfel încât să se asigure că baza de investiții și proprietăți a companiei rămâne constantă pe perpetuitate. În caz contrar, evaluarea companiei ar fi influențată de o extindere sau descreștere a bazei de capitaluri și proprietăți, care nu ar fi reprezentativă pentru o activitate constantă.

Amortizare Amortizarea diferă de amortizare prin faptul că reduce valoarea imobilizărilor necorporale cu durată determinată, spre deosebire de activele corporale. Activele necorporale cu durată determinată includ drepturi contractuale, cum ar fi clauze de neconcurență, drepturi de autor, licențe, brevete, mărci comerciale sau alte proprietăți intelectuale, precum și tehnologia informației și listele de clienți, printre altele. Aceste imobilizari necorporale sunt amortizate in functie de o durata de viata determinata sau utila.[81]

La fel ca și amortizarea, amortizarea poate fi proiectată ca procent din vânzări sau prin construirea unui program detaliat bazat pe activele necorporale existente ale unei companii. Cu toate acestea, amortizarea este adesea combinată cu amortizarea ca un singur element rând în situațiile financiare ale unei companii. Prin urmare, este mai frecvent să se modeleze pur și simplu amortizarea cu amortizarea ca parte a unui element rând (D&A).

Presupunând că amortizarea și amortizarea sunt combinate ca un singur element rând, D&A este proiectat în conformitate cu una dintre abordările descrise la rubrica „Depreciere" (de exemplu, ca procent din vânzări sau investiții, printr-un program detaliat sau ca diferență între EBITDA și EBIT).

Proiecții privind cheltuielile de capital Cheltuielile de capital sunt fondurile pe care o - companie le folosește pentru a cumpăra, îmbunătăți, extinde sau înlocui active fizice, cum ar fi clădiri, echipamente, facilități, mașini și alte active. Capex este o cheltuială, spre deosebire de o cheltuială. Acesta este valorificat în bilanţ odată ce cheltuiala este efectuată şi apoi cheltuit pe durata de viaţă utilă ca amortizare prin contul de profit şi pierdere al companiei. Spre deosebire de amortizare, cheltuielile de capital reprezintă ieșiri efective de numerar și, în consecință, trebuie scăzute din EBIAT în calculul FCF (în anul în care se face achiziția).

Capexul istoric este dezvăluit direct în situația fluxului de numerar al unei companii în

[80]Atunci când se utilizează estimări de consens pentru EBITDA și EBIT, diferența dintre cele două poate implica un nivel de D&A care nu este defensabil. Această situație este deosebit de comună atunci când există un număr diferit de analiști de cercetare care raportează valori pentru EBITDA decât pentru EBIT.
[81]Imobilizările necorporale cu durată nedeterminată, în special fondul comercial (valoare plătită în exces față de valoarea contabilă a unui activ), nu sunt amortizate. Mai degrabă, fondul comercial este deținut în bilanţ și testat anual pentru depreciere.

Modificarea NWC de la an la an este importantă pentru calcularea FCF, deoarece reprezintă o sursă anuală sau o utilizare a numerarului pentru companie. O creștere a NWC într-o anumită perioadă (adică atunci când activele curente cresc cu mai mult decât pasivele curente) este o utilizare a numerarului. Acest lucru este tipic pentru o companie în creștere, care tinde să își mărească cheltuielile pentru stocuri pentru a sprijini creșterea vânzărilor. În mod similar, A/R tinde să crească în concordanță cu creșterea vânzărilor, ceea ce reprezintă o utilizare a numerarului, deoarece este numerar incremental care nu a fost încă încasat. În schimb, o creștere a A/P reprezintă o sursă de numerar, deoarece este vorba de bani care au fost reținuți de companie în loc de plăți.

Deoarece o creștere a NWC este o utilizare a numerarului, acesta este scăzut din EBIAT în calculul FCF. Dacă modificarea netă a NWC este negativă (sursa de numerar), atunci asta

secțiunea activități de investiții și, de asemenea, discutat în secțiunea Raport de gestionare a unui raport public.

10-K și 10-Q ale companiei. Nivelurile istorice servesc în general ca un proxy de încredere pentru proiectarea investițiilor viitoare. Cu toate acestea, proiecțiile de investiții se pot abate de la nivelurile istorice, în conformitate cu strategia companiei, sectorul sau faza de operațiuni. De exemplu, o companie aflată în modul de expansiune ar putea avea niveluri ridicate de investiții pentru o anumită parte a perioadei de proiecție, în timp ce una în modul de recoltare sau de conservare a numerarului ar putea limita capitalul.

Pentru companiile publice, investițiile viitoare planificate sunt adesea discutate în raportul de gestionare al 10-K. Rapoartele de cercetare pot oferi, de asemenea, estimări de capital pentru perioada viitoare de doi sau trei ani. În absența unor orientări specifice, cheltuielile de investiții sunt, în general, determinate ca procent din vânzări, în conformitate cu nivelurile istorice, datorită faptului că creșterea linia de top trebuie de obicei susținută de creșterea bazei de active a companiei.

Modificarea previziunilor capitalului de rulment net Capitalul de rulment net este de obicei definit ca active circulante fără numerar („active curente”) minus pasivele curente nepurtătoare de dobândă („datorii curente”). Acesta servește ca măsură a numărului de numerar necesar unei companii pentru a-și finanța operațiunile în mod continuu. Toate componentele necesare pentru a determina NWC al unei companii pot fi găsite în bilanțul acesteia. Figura 3.5 afișează principalele elemente rând active curente și pasive curente.

ANEXA 3.5 Componentele activelor curente și datoriilor curente

Active curente Datorii	curente
■ Conturi de încasat (A/R)	■ Conturi de plătit (A/P)
■ Inventar	■ Datorii acumulate
■ Cheltuieli plătite în avans și alte active curente	■ Alte datorii curente

Formula pentru calcularea NWC este prezentată în Figura 3.6.

ANEXA 3.6 Calculul capitalului de lucru net

NWC = (Conturi de primit + Inventar + Cheltuieli plătite în avans și alte active circulante) *mai puțin* (Conturi de plătit + Datorii acumulate + Alte datorii curente)

valoarea este adăugată înapoi la EBIAT. Calculul unei modificări an peste an (YoY) a NWC este prezentat în Figura 3.7.

FIȘA 3.7 Calculul unei modificări an/a a NWC

$$A\ NWC = NWC_n - NWC_{(n-1)}$$

unde: n = anul cel mai recent
(n–1) = anul anterior

O scurtătură „rapidă și murdară” pentru proiectarea modificărilor anuale în NWC implică proiectarea NWC ca procent din vânzări la un nivel istoric desemnat și apoi calcularea modificărilor anuale în consecință. Această abordare este utilizată în mod obișnuit atunci când informațiile detaliate privind bilanțul și COGS ale unei companii nu sunt disponibile și ratele capitalului de lucru nu pot fi determinate. O abordare mai granulară și recomandată (acolo unde este posibil) este proiectarea componentelor individuale atât ale activelor curente, cât și ale datoriilor curente pentru fiecare an din perioada de proiecție. Modificările NWC și YoY sunt apoi calculate în consecință.

Componentele activelor curente și datoriilor curente ale unei companii sunt de obicei - proiectate pe baza unor indicatori istorici de la nivelul anului anterior sau pe o medie pe trei ani. În unele cazuri, linia de tendință a companiei, îndrumările de management sau tendințele sectorului pot sugera îmbunătățirea sau scăderea ratelor de eficiență a capitalului de lucru, impactând astfel proiecțiile FCF. În absența unei astfel de îndrumări, bancherul presupune de obicei rate constante ale capitalului de lucru în conformitate cu nivelurile istorice pe parcursul perioadei de proiecție.[82]

Active circulante

Conturi de încasat Conturile de încasat se referă la sumele datorate unei companii pentru produsele și serviciile sale vândute pe credit. A/R este de obicei proiectat pe baza zilelor de vânzări restante (DSO), după cum se arată în Figura 3.8.

ANEXA 3.8 Calculul DSO

$$DSO = \frac{A/R}{\text{Vânzări}} \times 365$$

DSO oferă o măsură a cât de bine gestionează o companie colectarea A/R, măsurând numărul de zile necesare pentru a încasa plata după vânzarea unui produs sau serviciu. De exemplu, un DSO de 30 implică faptul că compania, în medie, primește plata la 30 de zile după efectuarea unei vânzări inițiale. Cu cât DSO-ul unei companii este mai mic, cu atât primește mai repede numerar din vânzările de credite.

[82]În sensul DCF, ratele capitalului de lucru sunt, în general, măsurate pe o bază anuală.

O creștere a A/R reprezintă o utilizare a numerarului. Prin urmare, companiile se străduiesc să-şi minimizeze DSO pentru a-şi accelera colectarea numerarului. Creșterile DSO ale unei companii pot fi rezultatul a numeroși factori, inclusiv influența clienților sau renegocierea condițiilor, înrăutățirea creditului clienților, sistemele de colectare slabe sau schimbarea mixului de produse, de exemplu. Această creștere a ciclului de numerar scade lichiditatea pe termen scurt, deoarece compania are mai puțini numerar la îndemână pentru a finanța operațiunile de afaceri pe termen scurt și pentru a îndeplini obligațiile curente ale datoriei.

Inventarul se referă la valoarea materiilor prime, a lucrărilor în curs și a produselor finite ale unei companii. În mod obișnuit, acesta este proiectat pe baza zilelor de stocare deținute (DIH), așa cum se arată în Figura 3.9.

ANEXA 3.9 Calculul DIH

$$DIH = \frac{Inventory}{COGS} \times 365$$

DIH măsoară numărul de zile necesare unei companii pentru a-și vinde inventarul. De exemplu, un DIH de 90 implică că, în medie, este nevoie de 90 de zile pentru ca compania să își transforme inventarul (sau aproximativ patru „întreprinderi de inventar" pe an, după cum se discută mai detaliat mai jos). O creștere a stocurilor reprezintă o utilizare a numerarului. Prin urmare, companiile se străduiesc să minimizeze DIH și să își transforme inventarul cât mai repede posibil, astfel încât să minimizeze suma de numerar pe care o ocupă. În plus, inventarul inactiv este susceptibil la deteriorare, furt sau uzură din cauza produselor sau tehnologiilor mai noi.

O abordare alternativă pentru măsurarea eficienței unei companii în vânzarea inventarului este raportul de rotație a stocurilor. După cum este prezentat în Figura 3.10, rotațiile stocurilor măsoară de câte ori o companie își prelungește stocurile într-un anumit an. Ca și în cazul DIH, rotațiile de stoc sunt utilizate împreună cu COGS pentru a proiecta nivelurile viitoare de stoc.

ANEXA 3.10 Calculul rotațiilor de stoc

Turnee de inventar = COGS / Inventar

Cheltuieli plătite în avans și alte active circulante Cheltuielile plătite în avans sunt plăți efectuate de o companie înainte ca un produs să fie livrat sau să fi fost efectuat un serviciu. De exemplu, primele de asigurare sunt de obicei plătite în avans, deși acopera o perioadă mai lungă (de exemplu, șase luni sau un an). Cheltuielile plătite în avans și alte active curente sunt de obicei proiectate ca procent din vânzări, în conformitate cu nivelurile istorice. Ca și în cazul A/R și a stocurilor, o creștere a cheltuielilor plătite în avans și a altor active curente reprezintă o utilizare a numerarului.

Datorii curente

Conturi de plătit Conturile de plătit se referă la sumele datorate de o companie pentru produse și servicii deja achiziționate. A/P este de obicei proiectat pe baza zilelor plătibile restante (DPO), după cum se arată în Anexa 3.11.

ANEXA 3.11 Calculul DPO

$$DPO = \frac{A/P}{COGS} \times 365$$

DPO măsoară numărul de zile necesare unei companii pentru a efectua plata pentru achizițiile restante de bunuri și servicii. De exemplu, un DPO de 30 implică faptul că companiei ia în medie 30 de zile pentru a-și plăti furnizorii. Cu cât este mai mare DPO al unei companii, cu atât mai mult timp are la dispoziție pentru a-și folosi numerarul disponibil în diverse scopuri comerciale înainte de a plăti facturile restante.

O creștere a A/P reprezintă o sursă de numerar. Prin urmare, spre deosebire de DSO, companiile aspiră să-și maximizeze sau să „împingă" (în limitele rezonabile) DPO-ul lor pentru a crește lichiditatea pe termen scurt.

Datorii acumulate și alte datorii curente Datoriile acumulate sunt cheltuieli precum salariile, chiria, dobânzile și impozitele care au fost suportate de o companie, dar care nu au fost încă plătite. Ca și în cazul cheltuielilor plătite în avans și al altor active curente, datoriile acumulate și alte datorii curente sunt de obicei proiectate ca procent din vânzări în conformitate cu nivelurile istorice. Ca și în cazul A/P, o creștere a datoriilor acumulate și a altor datorii curente reprezintă o sursă de numerar.

Proiecții privind fluxul de numerar liber Odată ce toate elementele de mai sus au fost proiectate, FCF anual pentru perioada de proiecție este relativ ușor de calculat în conformitate cu formula introdusă mai întâi în Figura 3.3. Perioada de proiecție FCF reprezintă însă doar o parte din valoarea țintei. Restul este capturat în valoarea terminală, care este discutată în Pasul IV.

PASUL III. CALCULAȚI COSTUL MEDIU PONDERAT AL CAPITALULUI

WACC este un standard larg acceptat pentru utilizare ca rată de actualizare pentru a calcula valoarea actuală a FCF proiectată a unei companii și valoarea terminală. Reprezintă media ponderată a randamentului necesar al capitalului investit (în mod obișnuit datorii și capitaluri proprii) într-o anumită companie. Deoarece componentele datoriilor și capitalurilor proprii au profiluri de risc și ramificații fiscale diferite, WACC depinde de structura de capital „țintă" a unei companii.

WACC poate fi considerat și ca un cost de oportunitate al capitalului sau ceea ce un investitor s-ar aștepta să câștige într-o investiție alternativă cu un profil de risc similar. Companiile cu diverse segmente de afaceri pot avea costuri de capital diferite pentru diferitele lor afaceri. În aceste cazuri, poate fi recomandabil să se efectueze un DCF folosind o abordare „suma părților" în care se efectuează o analiză DCF separată pentru fiecare segment de afaceri distinct, fiecare cu propriul său WACC. Valorile pentru fiecare segment de afaceri sunt apoi însumate pentru a ajunge la o evaluare implicită a întreprinderii pentru întreaga companie.

Formula pentru calculul WACC este prezentată în Anexa 3.12.

ANEXA 3.12 Calculul WACC

Debt Echitate

WACC = After-tax Debt x % of Debt in the Capital Structure + Cost of Equity x % of Equity in the Capital Structure

$$WACC = (r_d \times (1 - t)) \times \frac{D}{D + E} + r_e \times \frac{E}{D + E}$$

unde: r_d = costul datoriei

r_e = costul capitalului propriu

t = rata de impozitare marginală

D = valoarea de piata a datoriei

E = valoarea de piață a capitalului propriu

Structura de capital a unei companii sau capitalizarea totală este compusă din două componente principale, datoria și capitalul propriu (reprezentate prin D + E). Ratele — r_d (rentabilitatea datoriilor) și r_e (rentabilitatea capitalului propriu) — reprezintă costul de piață al datoriilor și, respectiv, capitalului propriu al companiei. După cum connotă numele său, costul mediu ponderat al capitalului care rezultă este pur și simplu o medie ponderată a costului datoriei companiei (afectat de impozit) și a costului capitalului propriu bazat pe o structură de capital presupusă sau „țintă".

Mai jos demonstrăm un proces pas cu pas pentru calcularea WACC, așa cum este prezentat în Figura 3.13.

ANEXA 3.13 Pași pentru calcularea WACC

Pasul III(a): Determinați structura capitalului țintă
Pasul III(b): Costul estimat al datoriei (r_d)
Pasul III(c): Estimarea costului capitalului propriu (r_e)
Pasul III(d): Calculați WACC

Pasul III(a): Determinați structura capitalului țintă

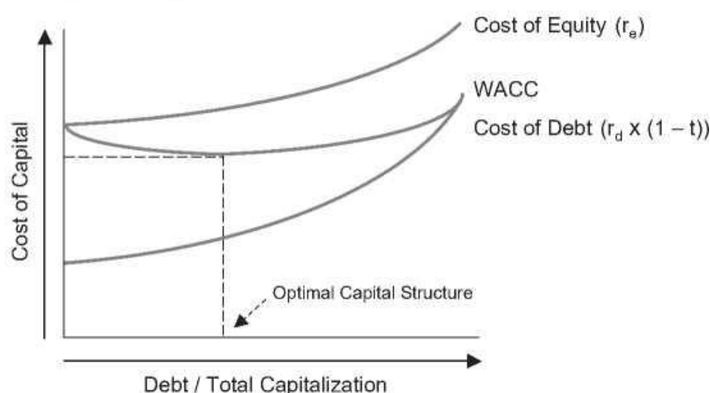
WACC se bazează pe alegerea unei structuri de capital țintă pentru companie, care este în concordanță cu strategia sa pe termen lung. Această structură țintă a capitalului este reprezentată de raportul datorie/capitalizarea totală (D/(D + E)) și capitalul propriu/capitalizarea totală (E/(D + E)) (a se vedea Figura 3.12). În absența unor îndrumări explicite ale companiei cu privire la structura capitalului țintă, bancherul examinează ratele actuale și istorice ale companiei între datoria și capitalizarea totală, precum și capitalizarea colegilor săi. Companiile publice - comparabile oferă un punct de referință semnificativ pentru structura capitalului țintă, deoarece se presupune că echipele lor de management caută să maximizeze valoarea pentru acționari.

În comunitatea financiară, abordarea utilizată pentru a determina structura țintă a capitalului unei companii poate diferi de la firmă la firmă. Pentru companiile publice, structura de capital

existentă este, în general, utilizată ca structură de capital țintă, atâta timp cât se încadrează confortabil în intervalul comparabilelor. Dacă se află la extremele sau în afara intervalului, atunci media sau mediana pentru comparabile poate servi ca o reprezentare mai bună a structurii de capital țintă. Pentru companiile private, se utilizează de obicei media sau mediana pentru comparabile. Odată aleasă structura de capital țintă, se presupune că aceasta va fi menținută constantă pe toată perioada de proiecție.

Graficul din Figura 3.14 arată impactul structurii capitalului asupra WACC al unei companii. Atunci când nu există nicio datorie în structura capitalului, WACC este egal cu costul capitalului propriu. Pe măsură ce ponderea datoriei în structura capitalului crește, WACC scade treptat datorită deductibilității fiscale a cheltuielilor cu dobânzile. WACC continuă să scadă până la punctul în care se ajunge la *structura optimă a capitalului* . [83]Odată ce acest prag este depășit, costul dificultății financiare potențiale (adică, efectele negative ale unei structuri de capital supra-leviere, inclusiv probabilitatea crescută de insolvență) începe să depășească avantajele fiscale ale datoriilor. În consecință, atât investitorii în datorii, cât și investitorii în capitaluri proprii cer un randament mai mare pentru riscul lor crescut, conducând astfel WACC în sus dincolo de pragul optim al structurii de capital.

EXHIBIT 3.14 Optimal Capital Structure



Pasul III(b): Costul estimat al datoriei (r_d)

Costul datoriei unei companii reflectă profilul său de credit la structura capitalului țintă, care se bazează pe o multitudine de factori, inclusiv dimensiunea, sectorul, perspectivele, ciclicitatea, ratingurile de credit, statisticile creditului, generarea fluxului de numerar, politica financiară și strategia de achiziție, printre altele. Presupunând că compania se află în prezent la structura de capital țintă, costul datoriei este, în general, derivat din randamentul mixt al instrumentelor sale de datorie restante, care poate include o combinație de datorie publică și privată. În eveniment

compania nu se află în prezent la structura de capital țintă, costul datoriei trebuie să fie derivat de la companii similare.

Pentru obligațiunile tranzacționate public, costul datoriei este determinat pe baza

[83]Mixul de finanțare care minimizează WACC, maximizând astfel valoarea teoretică a unei companii.

randamentului curent [84]al tuturor emisiunilor restante. Pentru datoria privată, cum ar fi facilitățile de credit revolving și împrumuturile pe termen, [85]bancherul se consultă în mod obișnuit cu un specialist intern în piețele de capital pentru datorii (DCM) pentru a stabili randamentul curent. Abordările bazate pe piață, cum ar fi acestea, sunt în general preferate, deoarece randamentul curent al datoriei restante a unei companii servește drept cel mai bun indicator al costului așteptat al datoriei și reflectă riscul de neplată.

În absența datelor actuale de piață (de exemplu, pentru companiile cu datorii care nu sunt tranzacționate în mod activ), o abordare alternativă este de a calcula costul mediu ponderat al datoriilor al companiei pe baza cupoanelor la emitere ale scadențelor curente ale datoriei. Această abordare, totuși, nu este întotdeauna exactă, deoarece este retrospectivă și poate să nu reflecte costul companiei de strângere a capitalului de datorie în condițiile de piață predominante. O abordare preferată, deși mai consumatoare de timp, în aceste cazuri este aproximarea costului datoriei unei companii pe baza ratingurilor sale actuale (sau implicite) de credit la structura de capital țintă și a costului datoriei pentru credite comparabile, de obicei cu îndrumarea unui profesionist DCM intern.

Odată determinat, costul datoriei este afectat fiscal la rata de impozitare marginală a companiei, deoarece plățile dobânzilor sunt deductibile fiscal.

Pasul III(c): Estimarea costului capitalului propriu (r_e)

Costul capitalului propriu este rata anuală necesară de rentabilitate pe care investitorii de capitaluri proprii ai unei companii se așteaptă să o primească (inclusiv dividende). Spre deosebire de costul datoriei, care poate fi dedus din scadențele restante ale unei companii, costul capitalului propriu al unei companii nu este ușor de observat pe piață. Pentru a calcula randamentul așteptat al capitalului propriu al unei companii, bancherul folosește de obicei o formulă cunoscută sub numele de modelul de preț al activelor de capital (CAPM).

Modelul de stabilire a prețului activelor de capital CAPM se bazează pe premisa că investitorii în acțiuni trebuie să fie compensați pentru asumarea riscului sistematic sub forma unei prime de risc sau a valorii rentabilității pieței care depășește o rată fără risc declarată. Riscul sistematic este riscul legat de piața globală, care este cunoscut și sub denumirea de risc nediversificabil. Nivelul de risc sistematic al unei companii depinde de covarianța prețului acțiunilor sale cu mișcările de pe piața generală, măsurată prin *beta* (β) (discutată mai târziu în această secțiune).

[84]Din punct de vedere tehnic, randamentul curent al unei obligațiuni este calculat ca cupon anual la valoarea nominală a obligațiunii împărțit la prețul curent al obligațiunii. Cu toate acestea, randamentele obligațiunilor callable sunt de obicei cotate la yield-to-worst call (YTW). O obligațiune care poate fi apelată are un program de apelare (definit în contractul de contractare a obligațiunii) care listează mai multe date de apelare și prețurile de apel corespunzătoare. YTW este cel mai mic randament calculat atunci când se compară toate randamentele posibile din programul de apelare a unei obligațiuni, având în vedere prețul inițial al ofertei sau prețul curent de tranzacționare al obligațiunii.

[85]Consultați Capitolul 4: Cumpărări cu efect de levier pentru informații suplimentare despre împrumuturile la termen și alte instrumente de datorie.

În schimb, riscul nesistematic sau „specific" este specific companiei sau sectorului și poate fi evitat prin diversificare. Prin urmare, investitorii de capital nu sunt compensați pentru aceasta (sub formă de primă). Ca regulă generală, cu cât compania este mai mică și cu cât oferta de produse este mai specificată, cu atât riscul nesistematic este mai mare.

Formula pentru calculul CAPM este prezentată în Anexa 3.15.

ANEXA 3.15 Calculul CAPM

Cost of Equity (r_e) Rată fără risc + Beta cu efect de pârghie x Primă de risc de piață

Cost of Equity (r_e) $r_f + \beta_L \times (r_m - r_f)$

unde: r_f = rata fără risc

β_L = beta lered

r_m = randamentul așteptat pe piață

$r_m - r_f$ = prima de risc de piata

Rata fără risc (r_f) Rata fără risc este rata de rentabilitate așteptată obținută prin investirea într-un titlu „fără risc". Titlurile de valoare guvernamentale americane, cum ar fi titlurile de stat, bancnotele T și obligațiunile T [86]sunt acceptate de piață ca „fără riscuri", deoarece sunt susținute de deplina credință a guvernului federal american. Randamentele interpolate [87]pentru titlurile de stat pot fi găsite pe Bloomberg, [88]precum și pe site-ul web al Departamentului de Trezorerie al SUA, [89]printre altele. Rata efectivă fără risc utilizată în CAPM variază în funcție de randamentele predominante pentru titlul ales.

Băncile de investiții pot diferi în privința proxy-urilor acceptate pentru rata adecvată fără riscuri, unele utilizând randamentul biletului de trezorerie americană pe 10 ani, iar alții preferă randamentul pe termen lung al titlurilor de trezorerie pe termen lung. Scopul general este de a utiliza un instrument cât mai vechi posibil pentru a se potrivi cu durata de viață estimată a companiei (presupunând o continuitate în funcțiune), dar trebuie luate în considerare și considerente practice. Din cauza moratoriului privind emiterea de obligațiuni de trezorerie pe 30 de ani [90]și a deficitului de titluri

cu scadențe la 30 de ani, Ibbotson Associates („Ibbotson") [91]folosește un randament interpolat

[86]Bonurile de stat sunt titluri nepurtătoare de dobândă emise cu scadențe de 3 luni, 6 luni și 12 luni cu o reducere la valoarea nominală. Spre deosebire de titlurile T și obligațiunile, au un cupon declarat și plătesc dobândă semestrială. Notele T sunt emise cu scadențe între unu și zece ani, în timp ce obligațiunile T sunt emise cu scadențe mai mari de zece ani.

[87]Randamentele titlurilor de trezorerie nominale la „maturitate constantă" sunt interpolate de Trezoreria SUA din curba zilnică a randamentelor pentru titlurile de trezorerie neindexate pe inflație. Această curbă, care leagă randamentul unei valori mobiliare cu timpul până la scadență, se bazează pe randamentele ofertei de pe piața de închidere a titlurilor de trezorerie tranzacționate în mod activ pe piața over-the-counter.

18 Funcția Bloomberg: „ICUR *{* # ani *}* < GO > ." De exemplu, randamentul interpolat pentru o bancnotă de trezorerie pe 10 ani poate fi obținut de la Bloomberg tastând „ICUR10", apoi apăsând < GO > .

[89]Situat sub „Ratele zilnice ale curbei randamentului trezoreriei".

[90]Obligațiunea de trezorerie pe 30 de ani a fost întreruptă pe 18 februarie 2002 și reintrodusă la 9 februarie 2006.

[91]Morningstar a achiziționat Ibbotson Associates în martie 2006. Ibbotson Associates este o autoritate lider

pentru o obligațiune pe 20 de ani ca bază pentru rata fără risc. [22,23]

Prima de risc de piață ($r_m - r_f$ sau mrp) Prima de risc de piață este diferența dintre randamentul așteptat al pieței [92]peste rata fără risc. Profesioniștii din domeniul finanțelor, precum și cadrele universitare, diferă adesea în ceea ce privește perioada istorică cea mai relevantă pentru respectarea primei de risc de piață. Unii cred că perioadele mai recente, cum ar fi ultimii zece ani sau epoca post-Al Doilea Război Mondial sunt mai potrivite, în timp ce alții preferă să examineze epoca premergătoare Marii Depresiuni până în prezent.

Ibbotson urmărește datele privind prima de risc a acțiunilor care datează din 1926. În funcție de perioada de timp la care se face referire, prima randamentului pieței față de rata fără risc ($r_m - r_f$) poate varia substanțial. Pentru perioada 1926-2007, Ibbotson calculează o primă de risc de piață de 7,1%.[93]

Multe bănci de investiții au o politică la nivel de firmă care guvernează prima de risc de piață pentru a asigura consecvența activității de evaluare a diferitelor proiecte și departamente. Prima de risc pentru acțiunile angajate pe Wall Street variază de obicei între aproximativ 4% și 8%. În consecință, este important ca bancherul să se consulte cu colegii seniori pentru îndrumări cu privire la prima de risc de piață adecvată de utilizat în formula CAPM.

Beta (β) Beta este o măsură a covarianței dintre rata de rentabilitate a acțiunilor unei companii și rentabilitatea globală a pieței (risc sistematic), cu S&P 500 utilizat în mod tradițional ca proxy pentru piață. Deoarece S&P 500 are o valoare beta de 1,0, o acțiune cu o valoare beta de 1,0 ar trebui să aibă un randament așteptat egal cu cel al pieței. O acțiune cu o valoare beta mai mică de 1,0 are un risc sistematic mai mic decât piața, iar o acțiune cu o valoare beta mai mare de 1,0 are un risc sistematic mai mare. Din punct de vedere matematic, acest lucru este capturat în CAPM, cu un stoc beta mai mare prezentând un cost mai mare al capitalului propriu; și invers pentru stocurile beta mai mici.

Istoricul beta al unei companii publice poate fi obținut din resurse de informații financiare, cum ar fi Bloomberg, [94]FactSet sau Thomson Reuters. Cu toate acestea, randamentele istorice recente ale acțiunilor (adică, în ultimii doi până la cinci ani), pot să nu fie un indicator de încredere al randamentelor viitoare. Prin urmare, mulți bancheri preferă să folosească a

în alocarea activelor, oferind produse și servicii pentru a ajuta profesioniștii în investiții să obțină, să gestioneze și să păstreze active. Anuarul anual de evaluare *Ibbotson ® SBBI ® (Stocks, Bonds, Bills, and Inflation)* Morningstar este o referință utilizată pe scară largă pentru estimarea costului de intrare a capitalului pentru întreprinderile din SUA.

[92]S&P 500 ® este de obicei folosit ca indicator pentru randamentul pieței.

[93]Prima de risc estimată pentru acțiuni se bazează pe diferența dintre randamentele medii aritmetice istorice pentru perioada 1926-2007. Randamentele anuale aritmetice sunt independente unele de altele. Rentabilitatea anuală geometrică depinde de rentabilitatea anului precedent.

[94]Funcția Bloomberg: simbol Ticker < Equity > BETA < GO > .

beta prezis (de exemplu, furnizat de MSCI Barra [95]) ori de câte ori este posibil, deoarece este orientat spre viitor .

Exercițiul de calculare a WACC pentru o companie privată implică obținerea beta de la un grup de companii similare tranzacționate public care pot avea sau nu structuri de capital similare între ele sau țintă. Pentru a neutraliza efectele diferitelor structuri de capital (adică, pentru a elimina influența efectului de pârghie), bancherul trebuie să *dezactiveze* beta pentru fiecare companie din grupul de egali pentru a obține *beta activului* („unlevered beta"). Formula pentru dezactivarea beta este prezentată în Figura 3.16.

EXHIBITUL 3.16 Dezactivarea beta

PU

PL

(1 + D x (1 – t))

E

unde: β_U = beta nelevered

β_L = beta lered

D/E = raportul datorie-capital propriu[96]

t = rata de impozitare marginală

După calcularea beta nelevered pentru fiecare companie, bancherul determină beta medie unlevered pentru grupul de egali. [97]Această valoare beta medie fără efect de levier este apoi *recuperată* utilizând structura de capital țintă a companiei și rata de impozitare marginală. Formula pentru reluarea beta este prezentată în Figura 3.17.

EXHIBITUL 3.17 Relevering Beta

[95]MSCI Barra este un furnizor de top de instrumente de sprijin pentru deciziile de investiții și furnizează beta estimate pentru majoritatea companiilor publice, printre alte produse și servicii. MSCI Barra utilizează un model proprietar de risc multifactorial, cunoscut sub numele de Multiple-Horizon US Equity Model ™ , care se bazează pe informații de piață, date fundamentale, regresii, randamente zilnice istorice și alte analize de risc pentru a prezice beta. MSCI Barra beta pot fi obținute de la Alacra, printre alte servicii de informații financiare.

[96]Valoarea de piață a capitalului propriu.

Abordarea DCF a evaluării se bazează pe determinarea valorii prezente a tuturor FCF viitoare produse de o companie. Deoarece este imposibil să se proiecteze FCF-ul unei companii pe termen nelimitat, bancherul folosește o valoare terminală pentru a capta valoarea companiei dincolo de perioada de proiecție. După cum sugerează și numele, valoarea terminală este de obicei calculată pe baza FCF al companiei (sau a unui proxy, cum ar fi EBITDA) în ultimul an al perioadei de proiecție.

Valoarea terminală reprezintă de obicei o parte substanțială din valoarea unei companii într-un DCF, uneori chiar și trei sferturi sau mai mult. Prin urmare, este important ca datele financiare ale companiei pentru anul terminal să reprezinte un nivel constant al performanței financiare, spre deosebire de un nivel ciclic maxim sau scăzut. În mod similar, ipotezele de bază pentru calcularea valorii terminale trebuie examinate cu atenție și sensibilizate.

$$PL \quad \frac{PU \times (1 + \underline{D} \times (1 - t))}{E}$$

unde: D/E = raportul țintă datorie/capital propriu

Beta lered rezultată servește drept beta pentru calcularea costului capitalului propriu al companiei private folosind CAPM. În mod similar, pentru o companie publică care nu se află în prezent la structura sa de capital țintă, beta-ul activului său trebuie calculat și apoi recuperat la D/E țintă.

Primă de mărime (SP) Conceptul de primă de mărime se bazează pe dovezi empirice care sugerează că companiile de dimensiuni mai mici sunt mai riscante și, prin urmare, ar trebui să aibă un cost mai mare al capitalului propriu. Acest fenomen, care contrazice într-o oarecare măsură CAPM, se bazează pe ideea că riscul companiilor mai mici nu este captat în totalitate în beta-urile lor, având în vedere volumele limitate de tranzacționare ale acțiunilor lor, ceea ce face ca calculele de covarianță să fie inexacte. Prin urmare, bancherul poate alege să adauge o primă de mărime la formula CAPM pentru companiile mai mici pentru a ține cont de riscul perceput mai mare și, prin urmare, de un randament mai mare așteptat (a se vedea Figura 3.18). Ibbotson oferă prime de dimensiune pentru companii pe baza capitalizării lor de piață, în decile.

ANEXA 3.18 Formula CAPM ajustată pentru mărimea premium

$$r_e \quad r_f + 3L \times (r_m - r_f) + SP$$

where: SP = size premium

Pasul III(d): Calculați WACC

Odată ce toți pașii de mai sus sunt finalizați, diferitele componente sunt introduse în formula din Figura 3.19 pentru a calcula WACC-ul companiei. Având în vedere numeroasele ipoteze implicate în determinarea WACC-ului unei companii și a impactului său considerabil asupra evaluării, intrările sale cheie sunt de obicei sensibilizate pentru a produce o gamă WACC (a se vedea Figura 3.49). Acest interval este apoi utilizat împreună cu alte intrări sensibilizate, cum ar fi exit multiple, pentru a produce un interval de evaluare pentru țintă.

ANEXA 3.19 Formula WACC

$$WACC \quad (r_d \times (1 - t)) \times \frac{D}{D + E} \quad r_e \times \frac{E}{D + E}$$

PASUL IV. DETERMINAȚI VALOAREA TERMINALĂ

~~Există două metode larg acceptate utilizate pentru a calcula valoarea terminală a unei~~ companii - metoda exit multiple și metoda perpetuity growth. În funcție de situația și compania evaluată, bancherul poate folosi una sau ambele metode, fiecare servind drept cec pe cealaltă.

Ieșiți din metoda multiplă

EMM calculează valoarea rămasă a FCF al unei companii, produsă după perioada de proiecție, pe baza unui multiplu al EBITDA (sau EBIT) din anul terminal. Acest multiplu se bazează de obicei pe multiplii de tranzacționare LTM actuali pentru companii comparabile. Întrucât multiplii actuali pot fi afectați de ciclurile sectoriale sau economice, este important să folosiți atât un multiplu de tranzacționare normalizat, cât și EBITDA. Utilizarea unui multiplu de vârf sau minim și/sau a unui nivel EBITDA nenormalizat poate produce un rezultat distorsionat. Acest lucru este deosebit de important pentru companiile din industriile ciclice.

Deoarece multiplu de ieșire este un factor critic al valorii terminale și, prin urmare, al valorii globale într-un DCF, bancherul îl supune analizei de sensibilitate. De exemplu, dacă intervalul multiplu de ieșire selectat bazat pe companii comparabile este de 6,5x până la 7,5x, o abordare comună ar fi crearea unui tabel de ieșire de evaluare bazat pe multiplii de ieșire de 6,0x, 6,5x, 7,0x, 7,5x și 8,0x (vezi Anexa 3.32). Formula pentru calcularea valorii terminale folosind EMM este prezentată în Anexa 3.20.

EXHIBITUL 3.20 Metoda de ieșire multiplă

$$\text{Valoare terminală} = \text{EBITDA}_n \times \text{Exit Multiple}$$

unde: n = anul terminal al perioadei de proiecție

Metoda de creștere perpetuă

PGM calculează valoarea terminală tratând FCF din anul terminal al unei companii ca pe o perpetuitate care crește la o rată presupusă. După cum indică formula din Figura 3.21, această metodă se bazează pe calculul WACC efectuat în Pasul III și solicită bancherului să facă o ipoteză cu privire la rata de creștere durabilă și pe termen lung a companiei („rata de creștere pe perpetuitate"). Rata de creștere pe perpetuitate este de obicei aleasă pe baza ratei de creștere a industriei pe termen lung așteptate a companiei, care, în general, tinde să se situeze într-un interval de la 2% la 4% (adică creșterea PIB-ului nominal). Ca și în cazul multiplului de ieșire, rata de creștere pe perpetuitate este, de asemenea, sensibilizată pentru a produce un interval de evaluare.

ANEXA 3.21 Metoda de creștere pe perpetuitate

$$\frac{FCF_n \times (1 + g)}{(r - g)}$$

Terminal Value

unde: FCF = flux de numerar liber fără efect de levier
n = anul terminal al perioadei de proiecție g = rata de creștere pe perpetuitate
r = WACC

PGM este adesea folosit împreună cu EMM, fiecare servind ca un control al minții pe celălalt. De exemplu, dacă rata implicită de creștere pe perpetuitate, așa cum este derivată din EMM, este prea mare sau scăzută (a se vedea Planșele 3.22(a) și 3.22(b)), ar putea fi un indicator că ipotezele multiple de ieșire sunt nerealiste.

ANEXA 3.22(a) Rata de creștere implicită la perpetuitate (actualizarea la sfârșitul anului)

$$\text{Implied Perpetuity Growth Rate} = \frac{(\text{Valoarea terminală}^{(a)} \times \text{WACC}) - \text{Anul terminal FCF}}{\text{Valoarea terminală}^{(a)} + \text{Anul terminal FCF}}$$

ANEXA 3.22(b) Rata de creștere implicită la perpetuitate (Scontarea la jumătatea anului, a se vedea Figura 3.26)

$$\text{Implied Perpetuity Growth Rate} = \frac{(\text{Valoarea terminală}^{(a)} \times \text{WACC}) - \text{Anul terminal FCF} \times (1 + \text{WACC})^{0,5}}{\text{Valoarea terminală}^{(a)} + \text{Anul terminal FCF} \times (1 + \text{WACC})^{0,5}}$$

[(a)] Valoarea terminală calculată folosind EMM.

În mod similar, dacă multiplu de ieșire implicit din PGM (a se vedea Anexele 3.23(a) și 3.23(b)) nu este în concordanță cu multiplii de tranzacționare normalizați pentru țintă sau egali săi, rata de creștere pe perpetuitate ar trebui revizuită.

ANEXA 3.23(a) Multiplu de ieșire implicită (reducere la sfârșitul anului)

$$\text{Implied Exit Multiple} = \frac{\text{Terminal Value}^{(a)}}{\text{EBITDA}_{\text{Terminal Year}}}$$

ANEXA 3.23(b) Multiplu de ieșire implicită (Reducerea la mijlocul anului, vezi Anexa 3.26)

$$\text{Implied Exit Multiple} = \frac{\text{Valoarea terminală}^{(a)} \times (1 + \text{WACC})^{0,5}}{\text{EBITDA}_{\text{Terminal Year}}}$$

[(a)] Terminal Value calculated using the PGM.

PASUL V. CALCULAȚI VALOAREA PREZENTĂ ȘI DETERMINAȚI EVALUAREA

Calculați valoarea prezentă

Calcularea valorii actuale se concentrează pe ideea că un dolar astăzi valorează mai mult decât un dolar mâine, un concept cunoscut sub numele de valoarea în timp a banilor. Acest lucru se datorează faptului că un dolar câștigă bani prin investiții (aprecierea capitalului) și/sau dobândă (de exemplu, într-un cont de piața monetară). Într-un DCF, FCF proiectat al unei companii și valoarea terminală sunt actualizate la prezent la WACC al companiei în conformitate cu valoarea în timp a banilor.

Calculul valorii actuale se realizează prin înmulțirea FCF pentru fiecare an din perioada de proiecție și valoarea terminală cu factorul de actualizare respectiv. Factorul de actualizare este valoarea fracțională reprezentând valoarea actuală a unui dolar primit la o dată viitoare, având în vedere o rată de actualizare presupusă. De exemplu, presupunând o rată de actualizare de 10%, factorul de reducere pentru un dolar primit la sfârșitul unui an este 0,91 (a se vedea Figura 3.24).

ANEXA 3.24 Factorul de reducere

$$\text{Discount Factor} = \frac{1}{(1 + \text{WACC})^n}$$

$$0.91 = \frac{\$1.00}{(1 + 10\%)^1}$$

unde: n = anul în perioada de proiecție

Factorul de actualizare este aplicat unei date statistice financiare viitoare pentru a determina valoarea actuală a acesteia. De exemplu, având în vedere un WACC de 10%, FCF de 100 milioane USD la sfârșitul primului an al perioadei de proiecție a unei companii (Anul 1) ar avea o valoare de 91 milioane USD astăzi (vezi Anexa 3.25).

ANEXA 3.25 Calculul valorii actuale utilizând un factor de reducere la sfârșitul anului

$\text{PV of FCF}_n \quad \text{FCF}_n \times \text{Discount Factor}_n$

$91 million $100 million x 0.91

unde: n = anul în perioada de proiecție

Convenția de la jumătatea anului Pentru a ține seama de faptul că FCF anual este primit de obicei pe tot parcursul anului, mai degrabă decât la sfârșitul anului, acesta este de obicei redus în conformitate cu o *convenție de la jumătatea anului* . Convenția de la jumătatea anului presupune că FCF al unei companii

este primit uniform pe tot parcursul anului, aproximând astfel o generație de FCF constantă (și mai realistă).[98]

Utilizarea unei convenții la jumătatea anului are ca rezultat o evaluare puțin mai mare decât actualizarea la sfârșitul anului datorită faptului că FCF este primit mai devreme. După cum se arată în Figura 3.26, dacă un dolar este primit uniform pe parcursul primului an al perioadei de proiecție, mai degrabă decât la sfârșitul anului, factorul de actualizare este calculat a fi 0,95 (presupunând o rată de actualizare de 10%). Prin urmare, 100 de milioane de dolari primite pe parcursul anului 1 ar avea o valoare de 95 de milioane de dolari astăzi, în conformitate cu o convenție de la jumătatea anului, spre deosebire de 91 de milioane de dolari folosind abordarea de sfârșit de an din Figura 3.25.

ANEXA 3.26 Factorul de reducere folosind o convenție la jumătatea anului

$$\text{Discount Factor} \quad \frac{1}{(1 + \text{WACC})^{(n-0.5)}}$$

$$0.95 \quad \frac{\$1.00}{(1 + 10\%)^{0.5}}$$

unde: n = anul în perioada de proiecție și

0,5 = se scade din n în conformitate cu o convenție la mijlocul anului

Considerații privind valoarea terminală Când se utilizează o convenție la jumătatea anului pentru perioada de proiecție, se aplică și actualizarea la jumătatea anului pentru valoarea terminală în conformitate cu PGM, deoarece bancherul actualizează FCF viitor perpetuu presupus a fi primit pe parcursul anului. Totuși, EMM, care se bazează de obicei pe multiplii de tranzacționare LTM ai companiilor comparabile pentru un EBITDA (sau EBIT) de la sfârșitul anului calendaristic, utilizează actualizarea la sfârșitul anului.

Determinați evaluarea

Calculați valoarea întreprinderii FCF proiectat pentru o companie și valoarea terminală sunt reduse fiecare la prezent și însumate pentru a oferi o valoare a întreprinderii. Figura 3.27 ilustrează calculul DCF al valorii întreprinderii pentru o companie cu o perioadă de proiecție de cinci ani, încorporând o convenție la jumătatea anului și EMM.

ANEXA 3.27 Valoarea întreprinderii folosind reducerea la jumătatea anului

	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	(Terminal Year) Year 5
Enterprise Value =	$\frac{FCF_1}{(1 + WACC)^{0.5}}$	$\frac{FCF_2}{(1 + WACC)^{1.5}}$	$\frac{FCF_3}{(1 + WACC)^{2.5}}$	$\frac{FCF_4}{(1 + WACC)^{3.5}}$	$\frac{FCF_5}{(1 + WACC)^{4.5}}$

$$\frac{(EBITDA_5 \times \text{Exit Multiple})}{(1 + WACC)^5}$$

[98]Poate să nu fie adecvată pentru afacerile foarte sezoniere.

Obținerea valorii implicite a capitalului propriu Pentru a determina valoarea implicită a capitalului propriu, datoria netă a companiei, acțiunile preferențiale și dobânda care nu controlează sunt scăzute din valoarea calculată a întreprinderii (a se vedea Anexa 3.28).

ANEXA 3.28 Valoarea capitalului propriu

Valoarea capitalului propriu implicit = Valoarea întreprinderii

Net Debt + Preferred Stock + Noncontrolling Interest

Deduceți prețul implicit al acțiunilor Pentru companiile tranzacționate la bursă, valoarea acțiunilor implicite este împărțită la acțiunile în circulație ale companiei, diluate complet, pentru a calcula un preț implicit al acțiunilor (a se vedea Anexa 3.29).

ANEXA 3.29 Prețul acțiunii

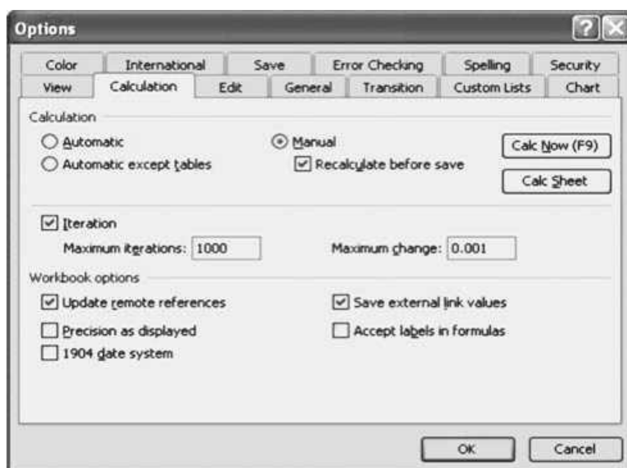
Implied Share Price

Valoarea implicită a capitalului propriu

Acțiuni în circulație complet diluate

Cu toate acestea, existența opțiunilor și a warrant-urilor în bani creează o *referință circulară* în formula de bază prezentată în Anexa 3.29 între numărul total de acțiuni diluate ale companiei în circulație și prețul implicit al acțiunilor. Cu alte cuvinte, valoarea capitalului propriu pe acțiune depinde de numărul de acțiuni în circulație complet diluate, care, la rândul său, depinde de prețul implicit al acțiunii. Acest lucru este remediat în model prin activarea funcției *de iterație* în Microsoft Excel (vezi Anexa 3.30).

EXHIBIT 3.30 Iteration Function in Microsoft Excel



- select "Tools"
- select "Options..." (screen shown opens)
- select the "Calculation" tab
- select "Manual"
- select "Iteration"
- set "Maximum iterations:" to 1000

Odată ce funcția de iterație este activată, modelul poate itera între celula care determină prețul implicit al acțiunilor companiei (vezi zona umbrită „A" din

Exhibit 3.31) and those cells determining whether each option tranche is in-the- money (see shaded area "B" in Exhibit 3.31). At an assumed enterprise value of $1,000 million, implied equity value of $775 million, 50 million basic shares outstanding, and the options data shown in Exhibit 3.31, we calculate an implied share price of $15.00.

EXHIBIT 3.31 Calculation of Implied Share Price

($ in millions, except per share data; shares in millions)

Calculation of Implied Share Price

Enterprise Value	**$1,000.0**
Less: Total Debt	(250.0)
Less: Preferred Securities	-
Less: Noncontrolling Interest	(25.0)
Plus: Cash and Cash Equivalents	50.0
Implied Equity Value	**$775.0**

Options/Warrants

Tranche	Number of Shares	Exercise Price	In-the-Money Shares	Proceeds
Options 1	1.250	$2.50	1.250	3.1
Options 2	1.000	7.50 B	1.000	7.5
Options 3	0.750	12.50	0.750	9.4
Options 4	0.500	17.50	-	-
Options 5	0.250	25.00	-	-
Total	**3.750**		**3.000**	**$20.0**

Basic Shares Outstanding	50.000
Plus: Shares from In-the-Money Options	3.000
Less: Shares Repurchased	(1.333)
Net New Shares from Options	**1.667**
Plus: Shares from Convertible Securities	-
Fully Diluted Shares Outstanding	**51.667**
Implied Share Price	**$15.00**

In-the-money options are dependent on implied share price...

= IF (Exercise Price < Implied Share Price, then display Number of Shares, otherwise display 0)
= IF ($2.50 < $15.00, 1.250, 0)

= Exercise Price x In-the-Money Shares
= $12.50 x 0.750

= - Total Options Proceeds / Implied Share Price
= ($20.0) million / $15.00

Shares repurchased are dependent on implied share price...

= Implied Equity Value / Fully Diluted Shares
= $775.0 million / 51.667

Implied share price is dependent on in-the-money options...

Efectuați analiza de sensibilitate

DCF încorporează numeroase ipoteze, fiecare dintre acestea putând avea un impact considerabil asupra evaluării. Ca rezultat, rezultatul DCF este privit în termeni de un interval de evaluare bazat pe o serie de ipoteze cheie de intrare, mai degrabă decât ca o singură valoare. Exercițiul de derivare a unui interval de evaluare prin variarea intrărilor cheie se numește analiză de sensibilitate.

Analiza de sensibilitate este o dovadă a noțiunii că evaluarea este la fel de mult o artă ca și o știință. Factorii cheie de evaluare, cum ar fi WACC, multiplu de ieșire și rata de creștere pe perpetuitate sunt cele mai frecvent sensibilizate intrări într-un DCF. Bancherul poate efectua, de asemenea, o analiză suplimentară de senzitivitate asupra factorilor cheie de performanță financiară, cum ar fi ratele de creștere a vânzărilor și marjele de profit (de exemplu, EBITDA sau EBIT). Rezultatele de evaluare produse de analiza de sensibilitate sunt de obicei afișate într-un tabel de date, cum ar fi cel prezentat în Anexa 3.32.

Porțiunea umbrită în centru a tabelului de sensibilitate din Figura 3.32 afișează un interval de valoare întreprindere de la 926 milioane USD la 1.077 milioane USD presupunând un interval WACC de 9,5% la 10,5% și un interval de ieșire multiplu de 6,5x la 7,5x. Pe măsură ce multiplu de ieșire crește, valoarea întreprinderii crește în mod corespunzător; invers, pe măsură ce rata de actualizare crește, valoarea întreprinderii scade.

EXHIBITUL 3.32 Analiza de sensibilitate

Linked to the model output for enterprise value (cell containing $1,000 value in DCF model)

Enterprise Value					
	Exit Multiple				
WACC	6.0x	6.5x	7.0x	7.5x	8.0x
9.0%	926	983	1,041	1,099	1,156
9.5%	908	964	1,020	1,077	1,133
10.0%	890	945	$1,000	1,055	1,110
10.5%	873	926	980	1,034	1,088
11.0%	856	908	961	1,014	1,066

Table

Row input cell: 7.0x

Column input cell: 10.0%

OK Cancel

The sensitivity analysis above can be performed in MS Excel using the following process:
- create an output table similar to the format above
- input the WACC and exit multiple ranges
- link the top left corner (shaded for presentation purposes) to the model output for enterprise value (cell containing $1,000 value in DCF model)
- highlight entire data table
- select Data, Table from the menu and the input box to the left will appear on the screen
- link the "Row input cell:" to the cell containing the exit multiple driver of 7.0x in the DCF model
- link the "Column input cell:" to the cell containing the WACC driver of 10.0% in the DCF model
- click the "OK" button and the data table will populate

Ca și în cazul companiilor comparabile și al tranzacțiilor precedente, odată ce este determinat un interval de evaluare DCF, acesta ar trebui comparat cu intervalele de evaluare derivate din alte metodologii. Dacă rezultatul produce rezultate semnificativ diferite, este recomandabil să revizuiți ipotezele și să ajustați fin, dacă este necesar. Pașii greșiți obișnuiți care pot denatura evaluarea DCF includ utilizarea de previziuni financiare nerealiste (care au, în general, cel mai mare impact), [99]WACC sau ipoteze de valoare terminală. O diferență substanțială în evaluarea implicită de DCF față de alte metodologii, totuși, nu înseamnă neapărat că analiza este defectuoasă. Metodologiile de evaluare bazate pe multipli pot să nu țină cont de factorii specifici companiei care pot implica o evaluare mai mare sau mai mică.

CHEIE PRO și CONTRA

Pro

- *Bazat pe fluxul de numerar* - reflectă valoarea FCF proiectată, care reprezintă o abordare mai fundamentală a evaluării decât utilizarea metodologiilor bazate pe multipli
- *Independent de piață* - mai izolat de aberațiile pieței, cum ar fi bulele și perioadele de dificultate
- *Autosuficient* - nu se bazează în totalitate pe companii sau tranzacții cu adevărat comparabile, care pot exista sau nu, pentru a încadra evaluarea; un DCF este deosebit de important atunci când există comparabile publice limitate sau nu există „pure play" cu compania evaluată
- *Flexibilitate* - permite bancherului să ruleze mai multe scenarii de performanță financiară, inclusiv îmbunătățirea sau scăderea ratelor de creștere, marjelor, cerințelor de capital și

[99]Acesta este o capcană obișnuită în cazul în care proiecțiile managementului (cazul de management) sunt utilizate fără a analiza și testa în mod independent ipotezele care stau la baza.

eficienței capitalului de lucru

Contra

- *Dependența de proiecțiile financiare* - prognoza precisă a performanței financiare este o provocare, mai ales că perioada de proiecție se prelungește
- *Sensibilitatea la ipoteze* - modificări relativ mici ale ipotezelor cheie, cum ar fi ratele de creștere, marjele, WACC sau multiplele de ieșire, pot produce intervale de evaluare semnificativ diferite
- *Valoarea terminală* - valoarea actuală a valorii terminale poate reprezenta până la trei sferturi sau mai mult din evaluarea DCF, ceea ce scade relevanța FCF anuală a perioadei de proiecție.
- *Presupune o structură constantă a capitalului* - DCF de bază nu oferă flexibilitate pentru modificarea structurii capitalului companiei în perioada de proiecție

ANALIZA ILUSTRATĂ A FLUXULUI DE NUMERARE REDUCATĂ PENTRU VALUECO

Următoarea secțiune oferă o construcție detaliată, pas cu pas, a unei analize DCF și ilustrează modul în care este utilizată pentru a stabili un interval de evaluare pentru compania noastră țintă, ValueCo. După cum sa discutat în introducere, ValueCo este o companie privată pentru care ni se oferă informații financiare istorice detaliate. Cu toate acestea, pentru analiza noastră ilustrativă DCF, presupunem că nu au fost furnizate proiecții de management pentru a cultiva capacitatea de a dezvolta proiecții financiare cu informații limitate . Cu toate acestea, presupunem că ni s-au furnizat informații de bază despre afacerile și operațiunile ValueCo.

Pasul I. Studiați ținta și determinați factorii cheie de performanță

Ca prim pas, am analizat informațiile de bază ale companiei furnizate pe ValueCo. Această fundație, la rândul său, ne-a permis să studiem sectorul ValueCo mai în detaliu, inclusiv identificarea concurenților cheie (și a companiilor comparabile), a clienților și a furnizorilor. Diferite reviste comerciale și studii industriale, precum și dosarele SEC și rapoartele de cercetare ale comparabilelor publice au fost deosebit de importante în acest sens.

Dintr-o perspectivă financiară, situațiile financiare istorice ale ValueCo au oferit o bază pentru dezvoltarea ipotezelor noastre inițiale privind performanța viitoare și proiectarea FCF. Am folosit estimări consensuale ale comparabilelor publice pentru a oferi îndrumări suplimentare pentru proiectarea ratelor de creștere a cazului de bază și a tendințelor marjelor ValueCo.

Pasul II. Fluxul de numerar gratuit al proiectului

Performanța financiară istorică

Am început proiecția FCF a ValueCo prin prezentarea situației sale de profit și pierderi prin EBIT pentru perioadele istorice de trei ani și LTM (a se vedea Anexa 3.33). Am introdus, de asemenea, datele istorice privind capitalul și capitalul de lucru ale ValueCo. Perioada istorică a oferit o perspectivă importantă pentru dezvoltarea financiară a perioadei de proiecție a cazului de bază defensabil.

După cum se arată în Anexa 3.33, perioada istorică a ValueCo include date financiare pentru 2005 până în 2007, precum și pentru LTM 9/30/08. Vânzările și EBITDA ale companiei au crescut cu 8,9% și, respectiv, 12,7% CAGR, în perioada 2005-2007. În plus, marja EBITDA a ValueCo a fost în intervalul de 14% până la 15% în această perioadă, iar capitalul mediu ca procent din vânzări a fost de 2%. Nivelurile și ratele istorice ale capitalului de lucru sunt prezentate și în Figura 3.33. Valorile medii DSO, DIH și DPO ale ValueCo pentru perioada 2005-2007 au fost de 59,5, 74,4 și, respectiv, 47,7 zile. Pentru perioada LTM, marja EBITDA a ValueCo a fost de 15%, iar capex ca procent din vânzări a fost de 2%.

Proiecția vânzărilor, EBITDA și EBIT

Proiecții de vânzări Am proiectat creșterea maximă a ValueCo pentru primii trei ani ai perioadei de proiecție pe baza estimărilor de cercetare de consens pentru companii publice comparabile. Folosind rata medie de creștere a vânzărilor proiectată pentru ValueCo

ANEXA 3.33 ValueCo Rezumat Date istorice de exploatare și capital de lucru

($ în milioane)

Rezumat ValueCo Date istorice de exploatare si capital de lucru

	An fiscal încheiat la 31 decembrie			CAGR	LTM
	2005A	2006A	2007A	('05 - '07)	30.9.2008A
Date de operare					
Vânzări	**780,0**	**850,0**	**925,0**	*8,9%*	**977,8**
% creștere	*N / A*	*9,0%*	*8,8%*		*N / A*
Costul mărfurilor vândute	471,9	512.1	555,0		586,7
% vânzări	*60,5%*	*60,3%*	*60,0%*		*60,0%*
Profit Brut	**308,1**	**337,9**	**370,0**	*9,6%*	**391,1**
marja %	*39,5%*	*39,8%*	*40,0%*		*40,0%*
Vanzare, General & Administrativ	198,9	214,6	231,3		244,4
% vânzări	*25,5%*	*25,3%*	*25,0%*		*25,0%*
EBITDA	**109,2**	**123,3**	**138,8**	*12,7%*	**146,7**
marja %	*14,0%*	*14,5%*	*15,0%*		*15,0%*
Amortizare și amortizare	15.6	17.0	18.5		19.6
% vânzări	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*		*2,0%*
EBIT	**93,6**	**106,3**	**120,3**	*13,3%*	**127,1**
marja %	*12,0%*	*12,5%*	*13,0%*		*13,0%*
				Media pe 3 ani	
Capex	15,0	18,0	18,5		19.6
% vânzări	*1,9%*	*2,1%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*
Date privind capitalul de lucru					
Active circulante	123,2	141,1	152,6		
Creanţe de încasat	USD	USD	USD		
DSO	*57,7*	*60,6*	*60.2*	*59,5*	
Inventar	94,6	104,0	115,6		
DIH	*73.2*	*74.1*	*76,0*	*74.4*	
Cheltuieli plătite în avans și altele	7,1	8,5	9,3		
% vânzări	*0,9%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	
Datorii curente	65,2	66,0	69,4		
Creanţe	USD	USD	USD		
DPO	*50.4*	*47,0*	*45.6*	*47,7*	
Datorii acumulate	69,9	83,2	92,5		
% vânzări	*9,0%*	*9,8%*	*10,0%*	*9,6%*	
Alte datorii curente	15,6	20,4	23,1		
% vânzări	*2,0%*	*2,4%*	*2,5%*	*2,3%*	

cei mai apropiați, am ajuns la rate de creștere anuală în 2009E, 2010E și 2011E de 8%, 6% și, respectiv, 4%, care sunt în concordanță cu ratele sale istorice. [100]Aceste ipoteze ale ratei de creștere (precum și ipotezele pentru toate intrările modelului nostru) au format baza pentru proiecțiile financiare ale cazului de bază și au fost introduse într-o pagină de ipoteze care conduce modelul DCF (a se vedea Capitolul 5, Anexele 5.52 și 5.53).

După cum arată proiecțiile, Wall Street se așteaptă ca colegii ValueCo (și, prin urmare , ne așteptăm ca ValueCo) să continue să experimenteze o creștere constantă în 2009E

ANEXA 3.34 Vânzări istorice și proiectate ValueCo

[100]Am afișat, de asemenea, datele financiare pentru întregul an 2008E ale ValueCo, pentru care avem un confort rezonabil, având în vedere proximitatea acesteia la sfârșitul trimestrului III 2008. În scopul evaluării DCF, am folosit 2009E ca primul an complet de proiecții. O abordare alternativă este includerea perioadei „stub" FCF (adică, pentru T4 2008E) în perioada de proiecție și ajustarea actualizării pentru un trimestru de an.

($ in millions)	Historical Period			CAGR		Projection Period					CAGR
	2005	2006	2007	('05 - '07)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	('08 - '13)
Sales	$780.0	$850.0	$925.0	8.9%	$1,000.0	$1,080.0	$1,144.8	$1,190.6	$1,226.3	$1,263.1	4.8%
% growth	NA	9.0%	8.8%		8.1%	8.0%	6.0%	4.0%	3.0%	3.0%	

înainte de a scădea treptat până în 2011E. Dincolo de 2011E, în absența unor informații sau îndrumări suplimentare specifice companiei, am redus creșterea ValueCo la o rată sustenabilă pe termen lung de 3% pentru restul perioadei de proiecție.

Proiecții COGS și SG&A După cum se arată în Figura 3.35, am menținut COGS și SG&A constante la nivelurile din anul istoric anterior de 60% și, respectiv, 25% din vânzări. În - consecință, marja de profit brut a ValueCo rămâne la 40% pe toată perioada de proiecție.

ANEXA 3.35 ValueCo istoric și proiectat COGS și SG&A

($ în milioane)	Perioada istorică			CAGR ('05 - '07)		Perioada de proiecție					CAGR ('08 - '13)
	2005	2006	2007		2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Vânzări	**780,0 USD**	**850,0 USD**	**925,0 USD**	*8,9%*	**1.000,0 USD**	**1.080,0 USD**	**1.144,8 USD**	**1.190,6 USD**	**1.226,3 USD**	**1.263,1 USD**	*4,8%*
% creștere	*NA*	*9,0%*	*8,8%*		*8,1%*	*8,0%*	*6,0%*	*4,0%*	*3,0%*	*3,0%*	
COGS	471,9	512.1	555,0		600,0	648,0	686,9	714,4	735,8	757,9	
% vânzări	*60,5%*	*60,3%*	*60,0%*		*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	
Marja *% profit brut*	**308,1 USD**	**337,9 USD**	**370,0 USD**	*9,6%*	**400,0 USD**	**432,0 USD**	**457,9 USD**	**476,2 USD**	**490,5 USD**	**505,2 USD**	*4,8%*
	39,5%	*39,8%*	*40,0%*		*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	
SG&A	198,9	214,6	231,3		250,0	270,0	286,2	297,6	306,6	315,8	
% vânzări	*25,5%*	*25,3%*	*25,0%*		*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	

Proiecții EBITDA În absența unor îndrumări sau proiecții de management pentru EBITDA, pur și simplu am menținut marjele ValueCo constante pe parcursul perioadei de proiecție la nivelurile anului istoric anterior. Aceste marje constante scad în mod natural datorită faptului că am înghețat COGS și SG&A ca procent din vânzări la nivelurile din 2007. După cum se arată în Figura 3.36, marjele EBITDA ale ValueCo rămân constante la 15% pe toată perioada de proiecție. Am examinat, de asemenea, estimările consensuale pentru grupul de egali al ValueCo, care ne-au asigurat că ipoteza unor marje EBITDA constante era justificabilă.

ANEXA 3.36 EBITDA istoric și proiectat ValueCo

($ în milioane)	Perioada istorică			CAGR		Perioada de proiecție					CAGR
	2005	2006	2007	('05 - '07)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	('08 - '13)
Vânzări	**780,0 USD**	**850,0 USD**	**925,0**	*USD 8,9%*		**1.000,0**		**USD 1.080,0**	**USD 1.144,8**		**USD**
% creștere	*NA*	**1.190,6 USD**	**1.226,3 USD**	**1.263,1 USD**		*4,8%*					
COGS	471,9	*9,0%*	*8,8%*		*8,1%*	*8,0%*	*6,0%*	*4,0%*	*3,0%*	*3,0%*	
% vânzări	*60,5%*	512,1	555,0		600,0	648,0	686,9	714,4	735,8	757,9	
		60,3%	*60,0%*		*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	
Profit brut	**308,1 USD**	**337,9 USD**	**370,0**	*USD 9,6%*	**400,0 USD**	**432,0**	**USD 457,9**	**USD 476,2 USD**		**490,5 USD**	**505,2**
marja %	*39,5%*	**USD**	*4,8%*								
VGA	198,9	*39,8%*	*40,0%*		*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	
% vânzări	*25,5%*	214,6	231,3		250,0	270,0	286,2	297,6	306,6	315,8	
		25,3%	*25,0%*		*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	
EBITDA USD	**109,2**	**123,3 USD**	**138,8**	*USD 12,7%*	**150,0**	**USD 162,0**	**USD 171,7 USD**		**178,6 USD**	**183,9 USD**	**189,5**
		USD	*4,8%*								

Proiecții EBIT Pentru a conduce proiecțiile EBIT, am menținut constant D&A ca procent din vânzări la nivelul din 2007 de 2%. Ne-am convins că aceste niveluri D&A erau adecvate, - deoarece erau în concordanță cu datele istorice, precum și cu proiecțiile noastre privind investițiile (a se vedea Figura 3.39). EBIT a fost apoi calculat în fiecare an al perioadei de proiecție prin scăderea D&A din EBITDA (a se vedea Figura 3.37). După cum sa discutat anterior, an

abordarea alternativă este de a construi DCF pe baza proiecțiilor EBITDA și EBIT, D&A fiind calculat pur și simplu prin scăderea EBIT din EBITDA.

ANEXA 3.37 EBIT istoric și proiectat ValueCo

($ în milioane)	Perioada istorică			CAGR			Perioada de proiecție				CAGR
	2005	2006	2007	('05 - '07)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	('08 - '13)
Vânzări	**780,0**	**$ 850,0**	**$ 925,0 $**	*8,9%*	**1.000,0**	**$ 1.080,0**	**$ 1.144,8**	**$ 1.190,6**	**$ 1.226,3**	**$ 1.263,1 $**	*4,8%*
% creștere	*NA*	*9,0%*	*8,8%*		*8,1%*	*8,0%*	*6,0%*	*4,0%*	*3,0%*	*3,0%*	
COGS	471,9	512,1	555,0		600,0	648,0	686,9	714,4	735,8	757,9	
% vânzări	*60,5%*	*60,3%*	*60,0%*		*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	
Profit Brut	**308,1 USD**	**337,9 USD**	**370,0 USD**	*9,6%*	**400,0**	**USD 432,0**	**USD 457,9**	**USD 476,2**	**USD 490,5**	**USD 505,2 USD**	*4,8%*
marja %	*39,5%*	*39,8%*	*40,0%*		*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	
SG&A	198,9	214,6	231,3		250,0	270,0	286,2	297,6	306,6	315,8	
% vânzări	*25,5%*	*25,3%*	*25,0%*		*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	
EBITDA	**109,2 USD**	**123,3 USD**	**138,8 USD**	*12,7%*	**150**	**USD 162**	**USD 171,7**	**USD 178,6**	**USD 183,9**	**USD 189,5 USD**	*4,8%*
marja %	*14,0%*	*14,5%*	*15,0%*		*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	
D&A	15,6	17,0	18,5		20,0	21,6	22,9	23,8	24,5	25,3	
% vânzări	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*		*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	
EBIT	**93,6 USD**	**106,3**	**USD 120,3 USD**		*13,3%*	**130,0**	**USD 140,4**	**USD 148,8 USD**		**154,8 USD**	**159,4**
marja %	**USD 164,2**	**USD**	*4,8%*								

Proiecția fluxului de numerar liber

Proiecții fiscale Am calculat cheltuielile cu impozitul pentru fiecare an la rata de impozitare marginală a ValueCo de 38%. Această cotă de impozitare a fost aplicată anual la EBIT pentru a ajunge la EBIAT (a se vedea Planşa 3.38).

ANEXA 3.38 Taxe proiectate ValueCo

($ în milioane)	Perioada istorică			CAGR			Perioada de proiecție				CAGR
	2005	2006	2007	('05 - '07)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	('08 - '13)
EBIT	**93,6 USD**	**106,3**	**USD 120,3 USD**		*13,3%*	**130,0**	**USD 140,4**	**USD 148,8 USD**		**154,8 USD**	**159,4**
	USD 164,2	**USD**	*4,8%*								
marja %	*12,0%*	*12,5%*	*13,0%*		*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	
Impozite @ 38%						53,4	56,6	58,8	60,6	62,4	
EBIAT					**87,0 USD**	**92,3**	**USD 96,0**	**USD 98,8 USD**		**101,8 USD**	*4,8%*

Proiecții de investiții Am proiectat investițiile ValueCo ca procent din vânzări, în conformitate cu nivelurile istorice. După cum se arată în Figura 3.39, această abordare ne-a determinat să menținem investițiile constante pe toată perioada de proiecție la 2% din vânzări. Pe baza acestei ipoteze, investițiile crește de la 21,6 milioane USD în 2009E la 25,3 milioane USD în 2013E.

EXHIBITUL 3.39 ValueCo Investiții istorice și proiectate

($ în milioane)	Perioada istorică			CAGR			Perioada de proiecție				CAGR
	2005	2006	2007	('05 - '07)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	('08 - '13)
Vânzări	**780,0**	**$ 850,0**	**$ 925,0 $**	*8,9%*	**1.000,0**	**$ 1.080,0**	**$ 1.144,8**	**$ 1.190,6**	**$ 1.226,3**	**$ 1.263,1**	**$**
% creștere		*4,8%*									
	NA	*9,0%*	*8,8%*		*8,1%*	*8,0%*	*6,0%*	*4,0%*	*3,0%*	*3,0%*	
Capex %	15,0	18,0	18,5		20,0	21,6	22,9	23,8	24,5	25,3	
vânzări	*1,9%*	*2,1%*	*2,0%*		*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	

Modificarea previziunilor capitalului de lucru net La fel ca și în cazul altor indicatori de performanță financiară ale ValueCo, nivelurile istorice ale capitalului de lucru servesc în mod normal ca indicatori fiabili ai performanței viitoare. Indicele directe ale anului anterior sunt de obicei cele mai indicative, cu condiția să fie în concordanță cu nivelurile istorice. Acesta a fost cazul ratelor de capital de lucru ale ValueCo din 2007, pe care le-am menținut constant pe toată perioada de proiecție (a se vedea Figura 3.40).

ANEXA 3.40 ValueCo istoric și capital de lucru net proiectat

ValueCo Corporation
Working Capital Projections
($ in millions)

	Historical Period				Projection Period				
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Sales	$780.0	$850.0	$925.0	$1,000.0	$1,080.0	$1,144.8	$1,190.6	$1,226.3	$1,263.1
Cost of Goods Sold	471.9	512.1	555.0	600.0	648.0	686.9	714.4	735.8	757.9
Current Assets									
Accounts Receivable	123.2	141.1	152.6	165.0	178.2	188.9	196.4	202.3	208.4
Inventories	94.6	104.0	115.6	125.0	135.0	143.1	148.8	153.3	157.9
Prepaid Expenses and Other	7.1	8.5	9.3	10.0	10.8	11.4	11.9	12.3	12.6
Total Current Assets	**$224.9**	**$253.6**	**$277.5**	**$300.0**	**$324.0**	**$343.4**	**$357.2**	**$367.9**	**$378.9**
Current Liabilities									
Accounts Payable	65.2	66.0	69.4	75.0	81.0	85.9	89.3	92.0	94.7
Accrued Liabilities	69.9	83.2	92.5	100.0	108.0	114.5	119.1	122.6	126.3
Other Current Liabilities	15.6	20.4	23.1	25.0	27.0	28.6	29.8	30.7	31.6
Total Current Liabilities	**$150.7**	**$169.6**	**$185.0**	**$200.0**	**$216.0**	**$229.0**	**$238.1**	**$245.3**	**$252.6**
Net Working Capital	**$74.2**	**$84.0**	**$92.5**	**$100.0**	**$108.0**	**$114.5**	**$119.1**	**$122.6**	**$126.3**
% sales	*9.5%*	*9.9%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*
(Increase) / Decrease in NWC		**($9.8)**	**($8.5)**	**($7.5)**	**($8.0)**	**($6.5)**	**($4.6)**	**($3.6)**	**($3.7)**
Assumptions									
Days Sales Outstanding	57.7	60.6	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2
Days Inventory Held	73.2	74.1	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0
Prepaids and Other CA (% of sales)	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Days Payable Outstanding	50.4	47.0	45.6	45.6	45.6	45.6	45.6	45.6	45.6
Accrued Liabilities (% of sales)	9.0%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Other Current Liabilities (% of sales)	2.0%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%

= ($Sales_{2009E}$ / 365) x DSO
= ($1,080.0 / 365) x 60.2

= ($COGS_{2009E}$ / 365) x DIH
= ($648.0 / 365) x 76.0

= $Sales_{2009E}$ x % of sales
= $1,080.0 x 1.0%

= ($COGS_{2009E}$ / 365) x DPO
= ($648.0 / 365) x 45.6

= $Sales_{2009E}$ x % of sales
= $1,080.0 x 10.0%

= $Sales_{2009E}$ x % of sales
= $1,080.0 x 2.5%

= Total CA_{2009E} - Total CL_{2009E}
= $324.0 - $216.0

= NWC_{2008E} - NWC_{2009E}
= $100.0 - $108.0

= (A/R_{2007} / $Sales_{2007}$) x 365
= ($152.6 / $925.0) x 365

= ($Inventories_{2007}$ / $COGS_{2007}$) x 365
= ($115.6 / $555.0) x 365

= Other CL_{2007} / $Sales_{2007}$
= 23,1 USD / 925,0 USD

= Accrued $Liabilities_{2007}$ / $Sales_{2007}$
= 92,5 USD / 925 USD

= (A/P_{2007} / $COGS_{2007}$) x 365
= (69,4 USD / 555,0 USD) x 365

= Prepaids and other CA_{2007} / $Sales_{2007}$
= 9,3)

Pentru A/R, inventar și, respectiv, A/P, aceste rapoarte sunt DSO de 60,2, DIH de 76,0 și DPO de 45,6. Pentru cheltuielile plătite în avans și alte active curente, datorii acumulate și alte datorii curente, procentul nivelurilor de vânzări este de 1%, 10% și, respectiv, 2,5%. Pentru proiecțiile financiare ValueCo, în mod prudent, nu am presupus nicio îmbunătățire a eficienței capitalului de lucru în perioada de proiecție.

După cum este descris în înștiințările din Figura 3.40, folosind ratele ValueCo pentru 2007, am estimat că 2008E NWC va fi de 100 de milioane USD. Pentru a determina modificarea NWC în anul 2009E, am scăzut apoi această valoare din NWC 2009E a ValueCo de 108 milioane USD. Diferența de 8 milioane USD este o utilizare a numerarului și, prin urmare, este scăzută din EBIAT, rezultând o reducere a FCF 2009E al ValueCo. Prin urmare, este prezentată în Figura 3.41 ca valoare negativă.

EXHIBIT 3.41 ValueCo's Projected Changes in Net Working Capital

($ in millions)		Projection Period				
	2008	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Total Current Assets	$300.0	$324.0	$343.4	$357.2	$367.9	$378.9
Less: Total Current Liabilities	200.0	216.0	229.0	238.1	245.3	252.6
Net Working Capital	**$100.0**	**$108.0**	**$114.5**	**$119.1**	**$122.6**	**$126.3**
(Increase) / Decrease in NWC		**($8.0)**	**($6.5)**	**($4.6)**	**($3.6)**	**($3.7)**

= Total Current Assets$_{2008E}$ - Total Current Liabilities$_{2008E}$
= $300.0 million - $200.0 million

= Net Working Capital$_{2008E}$ - Net Working Capital$_{2009E}$
= $100.0 million - $108.0 million

Metodologia pentru determinarea NWC 2009E a ValueCo a fost apoi aplicată în fiecare an al perioadei de proiecție. Fiecare modificare anuală a NWC a fost adăugată la EBIAT anual corespunzătoare (cu creșteri ale NWC exprimate ca valori negative) pentru a calcula FCF anual.

O posibilă scurtătură către abordarea detaliată prezentată în Figurile 3.40 și 3.41 este de a ocoli componentele individuale ale capitalului de lucru și de a proiecta pur și simplu NWC ca procent din vânzări în conformitate cu nivelurile istorice. De exemplu, am fi putut folosi procentul de vânzări al NWC din 2007 de ValueCo de 10% pentru a-și proiecta NWC pentru fiecare an al perioadei de proiecție. Apoi am fi calculat pur și simplu modificările anuale ale NWC al ValueCo și am fi făcut scăderile corespunzătoare din EBIAT.

Proiecții privind fluxul de numerar liber După ce am determinat toate elementele rând de mai sus, am calculat FCF anual proiectat de ValueCo, care crește de la 79 milioane USD în 2009E la 98,1 milioane USD în 2013E (a se vedea Anexa 3.42).

ANEXA 3.42 FCF proiectat ValueCo

($ în milioane)	Perioada istorică			CAGR ('05 - '07)		Perioada de proiecție					CAGR ('08 - '13)
	2005	2006	2007		2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Vânzări	**780,0 USD**	**850,0 USD**	**925,0**	*8,9%*	**1.000,0**	**1.080,0 USD**	**1.144,8**	**1.190,6**	**1.226,3**	**1.263,1**	*4,8%*
% creștere	*N / A*	*9,0%*	*8,8%*		*8,1%*	*8,0%*	*6,0%*	*4,0%*	*3,0%*	*3,0%*	
COGS	471,9	512.1	555,0		600,0	648,0	686,9	714,4	735,8	757,9	
% vânzări	*60,5%*	*60,3%*	*60,0%*		*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	
Profit Brut	**308,1 USD**	**337,9 USD**	**370,0**	*9,6%*	**400,0 USD**	**432,0**	**457,9 USD**	**476,2**	**490,5**	**505,2 USD**	*4,8%*
marja %	*39,5%*	*39,8%*	*40,0%*		*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	
SG&A	198,9	214,6	231,3		250,0	270,0	286,2	297,6	306,6	315,8	
% vânzări	*25,5%*	*25,3%*	*25,0%*		*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	
EBITDA	**109,2 USD**	**123,3 USD**	**138,8**	*12,7%*	**150,0 USD**	**162,0**	**171,7**	**178,6**	**183,9**	**189,5 USD**	*4,8%*
marja %	*14,0%*	*14,5%*	*15,0%*		*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	
D&A	15.6	17.0	18.5		20,0	21.6	22.9	23.8	24.5	25.3	
% din vânzări	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*		*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	
EBIT	**93,6 USD**	**106,3 USD**	**120,3**	*13,3%*	**130,0 USD**	**140,4**	**148,8 USD**	**154,8**	**159,4**	**164,2 USD**	*4,8%*
marja %	*12,0%*	*12,5%*	*13,0%*		*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	
Impozite						53.4	56.6	58,8	60,6	62.4	
EBIAT						**87,0**	**92,3**	**96,0**	**98,8**	**101,8 USD**	*4,8%*
Plus: D&A						21.6	22.9	23.8	24.5	25.3	
Mai puțin: Capex						(21,6)	(22,9)	(23,8)	(24,5)	(25,3)	
Mai puțin: Inc. în NWC						(8,0)	(6,5)	(4,6)	(3,6)	(3,7)	
Flux de numerar gratuit fără						**79,0**	**85,8**	**91,4**	**95,3**	**98,1**	

Pasul III. Calculați costul mediu ponderat al capitalului

Mai jos, demonstrăm calculul pas cu pas al WACC-ului ValueCo, pe care l-am determinat a fi de 11%.

Pasul III(a): Determinarea structurii țintă a capitalului Primul nostru pas a fost să stabilim structura țintă a capitalului ValueCo. Pentru companiile private, structura capitalului țintă este în general extrapolată de la egali. Întrucât colegii ValueCo au un D/E mediu (mediu) de 42,9% – sau capitalizarea datoriei/totală (D/(D + E)) de 30% – am folosit aceasta ca structură de capital țintă (a se vedea Figura 3.45).

Pasul III(b): Estimarea costului datoriei Am estimat costul pe termen lung al datoriei ValueCo pe baza randamentului curent al împrumutului său pe termen existent, singurul instrument de datorie restante din structura sa de capital (a se vedea Figura 3.43). [101]Împrumutul pe termen, care, în scopuri ilustrative, am presupus că se tranzacționează la egalitate, are un preț de 300 de puncte de bază (bps) [102]la LIBOR [103](L + 300 bps). Pe baza LIBOR de 300 bps, am estimat costul datoriei ValueCo la 6% (sau aproximativ 3,7% după impozitare).

[101]În mod alternativ, costul datoriei ValueCo ar putea fi extrapolat de cel al companiilor săi. Ne-am simțit confortabil să folosim randamentul actual al împrumutului pe termen existent al ValueCo, deoarece structura actuală a capitalului este în conformitate cu cea a egalilor săi.

[102]Un punct de bază este o unitate de măsură egală cu 1/100 din 1% (100 bps = 1%).

[103]London Interbank Offered Rate (LIBOR) este rata dobânzii la care băncile pot împrumuta fonduri de la alte bănci, în mărime tranzacționabilă, pe piața interbancară din Londra.

ANEXA 3.43 Valorificarea ValueCo

($ în milioane)

	Cantitate	% din capitalizarea	Maturitate	Cupon
Numerar și echivalente de	25,0			
Facilitatea de credit revolving	-	- %	2010	L+275 bps
Împrumut pe termen	300,0	30,0%	2011	L+300 bps
Datoria totală	**300,0 USD**	**30,0%**		
Capitaluri proprii	700,0	70,0%		
Capitalizare totală	**1.000,0**	**100,0%**		
Datoria netă	275,0 USD			

Pasul III(c): Estimarea costului capitalului propriu Am calculat costul capitalului propriu al ValueCo în conformitate cu formula CAPM prezentată în Figura 3.44.

ANEXA 3.44 Formula CAPM

$$r_e \quad r_f + \beta_L \times (r_m - r_f) + SP$$

Determinarea ratei fără risc și a primei de risc de piață Am presupus o rată fără risc (r_f) de 4%, pe baza randamentului interpolat al obligațiunii de trezorerie pe 20 de ani. Pentru prima de risc de piață ($r_m - r_f$), am folosit media aritmetică de 7,1% conform lui Ibbotson (pentru perioada 1926–2007).

Determinați valoarea beta medie neleveratǎ a companiilor comparabile ValueCo Deoarece ValueCo este o companie privată, am extrapolat beta din cele mai apropiate comparabile (a se vedea capitolul 1). Am început prin a găsi beta-uri cu efect de pârghie estimate pentru fiecare dintre cele mai apropiate comparabile de la ValueCo. [104]Am introdus apoi valorile de piață pentru datoria și capitalurile proprii ale fiecărei companii comparabile [105]și am calculat în consecință rapoartele D/E. Aceste informații, împreună cu ipotezele privind rata de impozitare marginală, ne-au permis să dezactivam beta-urile individuale și să calculăm o valoare beta medie fără efect de levier pentru grupul de egali (a se vedea Figura 3.45).

EXHIBITUL 3.45 Beta medie fără efect de levier

= 1,25 / (1 + (55,0%) x (1 - 38,0%))
= Beta estimată cu efect de pârghie / (1 + (Datorii/Capitaluri proprii) x (1 - t))

Companii comparabile	Beta fără pârghie					
Companie	Prevăzut Levered Beta	Piaţă Valoarea	Piaţă Valoarea	Creanţă/ Echitate	Marginal Cota de	Fără pârghie Beta
Adler Industries	1.11	575,0 USD	2.600,0 USD	22,1%	38,0%	0,98
Lanzarone International	1.08	515,0	1.750,0	29,4%	38,0%	0,91
Lajoux Global	1.35	715,0	1.050,0	68,1%	38,0%	0,95
Momper Corp.	1.25	550,0	1.000,0	55,0%	38,0%	0,93
McMenamin & Co.	1.19	250,0	630,0	39,7%	38,0%	0,96
Medie	**1.20**			**42,9%**		**0,95**
Median	**1.19**			**39,7%**		**0,95**

De exemplu, pe baza beta cu efect de pârghie estimată de Momper Corp. de 1,25, D/E de 55% și o rată de impozitare marginală de 38%, am calculat o valoare beta fără efect de levier de 0,93. Am efectuat acest calcul pentru fiecare dintre companiile comparabile selectate și apoi am calculat o medie beta nelevered de 0,95 pentru grup.

Relever Average Unlevered Beta la structura de capital a ValueCo Am recuperat apoi beta

[104]O abordare alternativă este utilizarea bete-urilor istorice (de exemplu, de la Bloomberg), sau a ambelor bete-uri istorice și previzionate, și apoi afișarea unei game de rezultate.
[105]Pentru simplitate, am presupus că valoarea de piață a datoriilor este egală cu valoarea contabilă.

medie nelevered de 0,95 la structura țintă a capitalului stabilită anterior de ValueCo de 42,9% D/E, utilizând rata de impozitare marginală de 38%. Aceasta a oferit o valoare beta cu efect de pârghie de 1,20 (a se vedea Anexa 3.46).

EXHIBITUL 3.46 ValueCo Relevered Beta

ValueCo Relevered Beta

= Beta medie fără efect de levier x (1 + (Datoria țintă/Capital propriu) x (1 - Rata de impozitare marginală țintă) = 0,95 x (1 + (42,9%) x (1 - 38,0%))

	Mean Unlevered Beta	Datorie/Capital uri țintă	Rata de impozitare marginală țintă	Beta eliberată
Beta eliberată	0,95	42,9%i	38,0%	**1.20**

= Datorie la capitalizare totală / Capital propriu la capitalizare totală = 30,0% / 70,0%

Calculați costul capitalului propriu Utilizând CAPM, am calculat un cost al capitalului propriu pentru ValueCo de 14,1% (a se vedea Anexa 3.47), care este mai mare decât rentabilitatea așteptată pe piață (calculată ca 11,1% pe baza unei rate fără risc de 4% și a unei prime de risc de piață de 7,1%). Acest cost relativ ridicat al capitalului propriu a fost determinat de beta relevered de 1,20, față de 1,0 pentru piața în ansamblu, precum și de o primă de dimensiune de 1,65%.[106]

ANEXA 3.47 ValueCo Costul capitalului propriu

Costul capitalului propriu	
Tarif fără risc	4,0%
Primă de risc de piață	7,1%
Levered Beta	1.20
Marime Premium	1,65%
Costul capitalului propriu	**14,1%f**

= Rată fără risc + (Beta cu efect de pârghie x Primă de risc de piață) + Primă de dimensiune = 4,0% + (1,20 x 7,1%) + 1,65%

[106]Ibbotson estimează o primă de dimensiune de 1,65% pentru companiile din decila Low-Cap pentru capitalizarea pieței.

Pasul III(d): Calculați WACC Acum am determinat toate componentele necesare pentru a calcula WACC-ul ValueCo. Aceste intrări au fost introduse în formula din Figura 3.12, rezultând un WACC de 11%. Figura 3.48 afișează fiecare dintre ipotezele și calculele pentru determinarea WACC al ValueCo.

După cum sa discutat anterior, DCF este foarte sensibil la WACC, care în sine depinde de numeroase ipoteze care guvernează structura capitalului țintă, costul datoriei și costul capitalului propriu. Prin urmare, o analiză de sensibilitate este de obicei efectuată pe intrările cheie WACC pentru a produce un interval WACC. În Figura 3.49, am sensibilizat structura capitalului țintă și costul înainte de impozitare al datoriei pentru a produce un interval WACC de aproximativ 10,5% până la 11,5% pentru ValueCo.

ANEXA 3.48 Calcul WACC ValueCo

Implicat din D/E de 42,9%

Calculul WACC	
Structura capitalului țintă	
Datorie la capitalizarea totală	30.0%
Capitaluri proprii la capitalizarea totală	= 1 - Datoria-capitalizare totală = 1 - 30,0%
Costul datoriei	
Rata de impozitare a costului datoriei	6,0%
	38,0%
Costul datoriei după	**3,7%ft**
	= Costul datoriei x (1 - t) = 6,0% x (1 - 38,0%)
Costul capitalului propriu	
Tarif fără risc	4,0%
Primă de risc de piață	7,1%
Levered Beta	1.20
Marime Premium	1,65%
Costul capitalului propriu	**14,1%>**
= Rată fără risc + (Beta cu efect de pârghie x Primă de risc de piață) + Primă de dimensiune = 4,0% + (1,20 x 7,1%) + 1,65%	
WACC	**11,0%>**

= (Costul datoriei după impozitare x Datoria la capitalizarea totală) + (Costul capitalului propriu x Capitalul propriu la capitalizarea totală)
= (3,7% x 30,0%) + (14,1% x 70,0%)

ANEXA 3.49 Analiza costului mediu ponderat al capitalului ValueCo

ValueCo Corporation
Weighted Average Cost of Capital Analysis
($ in millions)

WACC Calculation

Target Capital Structure	
Debt-to-Total Capitalization	30.0%
Equity-to-Total Capitalization	70.0%
	6.0%
	38.0%
	3.7%

Comparable Companies Unlevered Beta

Company	Predicted Levered Beta[4]	Market Value of Debt	Market Value of Equity	Debt/ Equity	Marginal Tax Rate	Unlevered Beta
Adler Industries	1.11	$575.0	$2,600.0	22.1%	38.0%	0.98
Lanzarone International	1.08	515.0	1,750.0	29.4%	38.0%	0.91
Lajoux Global	1.35	715.0	1,050.0	68.1%	38.0%	0.95
Momper Corp.	1.25	550.0	1,000.0	55.0%	38.0%	0.93
McMenamin & Co.	1.19	250.0	630.0	39.7%	38.0%	0.96
Mean	**1.20**			**42.9%**		**0.95**
Median	**1.19**			**39.7%**		**0.95**

ValueCo Relevered Beta

	Mean Unlevered Beta	Target Debt/ Equity	Target Marginal Tax Rate	Relevered Beta
Relevered Beta	0.95	42.9%	38.0%	**1.20**

WACC Sensitivity Analysis

uoijeznendeo
lejoi-oi-iqaa

(3) Primă de mărime Low-Cap Decile bazată pe capitalizarea bursieră, per Ibbotson

Pasul IV. Determinați valoarea terminalului

Metoda multiplă de ieșire Am folosit multiplii de tranzacționare LTM EV/EBITDA pentru cele mai apropiate companii publice comparabile ale ValueCo ca bază pentru calcularea valorii terminale în conformitate cu EMM. Aceste companii tind să tranzacționeze într-un interval de 6,5x până la 7,5x LTM EBITDA. Înmulțirea EBITDA din anul terminal al ValueCo de 189,5 milioane USD cu punctul de mijloc de 7,0x al acestui interval a oferit o valoare finală de 1.326,3 milioane USD (vezi Anexa 3.50).

EXHIBITUL 3.50 Metoda Ieșire Multiple

($ în milioane)

Calculul valorii terminale folosind EMM	
EBITDA din anul terminal (2013E)	189,5 USD
Ieșiți din Multiple	7.0 x
Valoarea terminalului	**1.326,3 USD>**

Anul terminal EBITDA x Multiplu de ieșire
= 189,5 milioane USD x 7,0x

Am rezolvat apoi rata de creștere pe perpetuitate implicată de multiplu de ieșire de 7,0x EBITDA. Având în vedere anul terminal FCF de 98,1 milioane USD și 11% din mijlocul intervalului WACC selectat și ajustând pentru utilizarea unei convenții la jumătatea anului pentru valoarea terminalului PGM, am calculat o rată implicită de creștere a perpetuității de 3% (a se vedea Figura 3.51).

EXHIBITUL 3.51 Rata de creștere implicită la perpetuitate

($ în milioane)

Rata de creștere implicită la perpetuitate		
de numerar gratuit pentru anul terminal	(2013E)	98,1 USD
Rata de reducere	11,0%	
Valoarea terminalului	1.326,3	
Rata de creștere implicită la perpetuitate	**3,0%** ♦	

= ((Valoarea terminalului EMM x WACC) - Anul terminal FCF x (1 + WACC) ^{0,5}) / (Valoarea terminalului EMM + Anul terminal FCF)

= ((1.326,3 milioane USD) x 11,0%) - 98,1 milioane USD x (1 + 11,0%) ^{0,5}) / (1.326,3 milioane USD + 98,1 milioane USD x (1 + 11,0%) ^{0,5})

Metoda de creștere pe perpetuitate Am selectat un interval de rată de creștere pe perpetuitate de la 2% la 4% pentru a calcula valoarea terminală a ValueCo folosind PGM. Folosind o rată de creștere pe perpetuitate de 3%, un punct de mijloc WACC de 11% și un FCF pentru anul terminal de 98,1 milioane USD, am calculat o valoare finală de 1.263,4 milioane USD pentru ValueCo (a se vedea Anexa 3.52).

ANEXA 3.52 Rata de creștere pe perpetuitate *(milioane USD)*

Calculul valorii terminale folosind PGM	
Flux de numerar gratuit pentru anul terminal (2013E)	98,1 USD
WACC	11,0%
Rata de creștere pe perpetuitate	3,0%
Valoarea terminalului	**1.263,4 USD>**

= FCF $_{\text{Anul terminal}}$ x (1 + Rata de creștere pe perpetuitate) / (WACC - Rata de creștere pe perpetuitate) = 98,1 milioane USD x (1 + 3,0%) / (11,0% - 3,0%)

Valoarea terminală de 1.263,4 milioane USD calculată folosind PGM a implicat un multiplu de ieșire de 7,0x, ajustându-se pentru reducerea la sfârșitul anului folosind EMM (a se vedea Anexa 3.53). Acest lucru este în concordanță cu ipotezele noastre folosind abordarea EMM din Figura 3.50.

EXHIBITUL 3.53 Multiplu de ieșire implicită

($ în milioane)

Multiplu de ieșire implicită	
Valoarea terminalului	$1,263.4
EBITDA din anul terminal (2013E)	189.5
WACC	11.0%
Multiplu de ieșire implicită	**7.0x^**

= Valoarea terminalului PGM x (1 + WACC) ^{0,5} / EBITDA $_{\text{Anul terminal}}$ = 1.263,4 milioane USD x (1 + 11,0%) ^{0,5} / 189,5 milioane USD

Pasul V. Calculați valoarea actuală și determinați evaluarea

Calculați valoarea prezentă

FCF anual proiectat de ValueCo și valoarea terminală au fost actualizate până în prezent utilizând punctul de mijloc WACC selectat de 11% (a se vedea Figura 3.54). Am folosit o convenție de la jumătatea anului pentru a reduce FCF proiectat. Cu toate acestea, pentru valoarea terminală calculată folosind EMM, am folosit actualizarea la sfârșitul anului.

ANEXA 3.54 Calcul valorii prezente

($ in millions)

		Period				
		2009	2010	2011	2012	2013
Unlevered Free Cash Flow		**$79.0**	**$85.8**	**$91.4**	**$95.3**	**$98.1**
WACC	11.0%					
Discount Period		0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
Discount Factor		0.95	0.86	0.77	0.69	0.63
Valoarea actuală a fluxului de numerar gratuit		**75,0**	**73,4 USD**	**70,4**	**USD 66,1 USD**	**61,4 USD**

= Unlevered FCF 2009E x Factor de reducere
= 79,0 milioane USD x 0,95

= 1 / ((1 + WACC)^n)
= 1 / ((1 + 11,0%)^5)

Notă: Reducerea de sfârșit de an a fost aplicată pentru metoda de ieșire multiplă

= 1 / ((1 + WACC)^(n - .05)
= 1 / ((1 + 11.0%)^(4.5))
Note: Mid-Year Convention applied

= Exit Year EBITDA x Exit Multiple
= $189.5 million x 7.0x

Terminal Value	
Terminal Year EBITDA (2013E)	189,5 USD
Exit Multiple	7,0x
Terminal Value	**1.326,3 USD**
Factorul de reducere	0,59
Valoarea actuală a valorii terminale	**787,1 USD**

Determinați evaluarea

Calculați valoarea întreprinderii Rezultatele calculelor valorii curente pentru FCF proiectat și valoarea terminală au fost însumate pentru a produce o valoare a întreprinderii de 1.133,3 milioane USD pentru ValueCo (vezi Anexa 3.55). Valoarea întreprinderii este compusă din 346,3 milioane USD din valoarea actuală a FCF proiectat și 787,1 milioane USD din valoarea actuală a valorii terminale. Aceasta înseamnă că valoarea terminală a ValueCo reprezintă 69,4% din valoarea întreprinderii.

EXHIBIT 3.55 Enterprise Value

($ in millions)

Enterprise Value		
Present Value of Free Cash Flow	**$346.3**	= Sum(FCF 2009-2013, discounted at 11.0%) = Sum($75.0 million : $61.4 million)
Valoarea terminalului		
EBITDA din anul terminal (2013E)	$189.5	
Ieșiți din Multiple	7.0x	
Valoarea terminalului	**$1,326.3**	= Terminal Value x Discount Factor = $1,326.3 million x 0.59
Factorul de reducere	0.59	
Valoarea actuală a valorii terminale	**$787.1**	= PV of Terminal Value / Enterprise Value = $787.1 million / $1,133.3 million
% din valoarea întreprinderii	*69.4%*	
Valoarea întreprinderii	**$1,133.3**	= PV of FCF 2009-2013 + PV of Terminal Value = $346.3 million + $787.1 million

Derivarea valorii capitalului propriu Am calculat apoi o valoare a capitalului propriu implicită de 858,3 milioane USD pentru ValueCo scăzând datoria netă de 275 milioane USD (300 milioane USD datorie – 25 milioane USD numerar) din valoarea întreprinderii de 1.133,3 milioane

USD (Figura 3.56). Dacă ValueCo ar fi o companie tranzacționată la bursă, atunci am fi împărțit valoarea implicită a capitalului propriu la capitalul său total diluat pentru a determina un preț implicit al acțiunilor (a se vedea Anexele 3.2 și 3.31).

ANEXA 3.56 Valoarea capitalului propriu

Valoarea implicită a capitalului propriu și prețul acțiunilor	
Valoarea întreprinderii	1.133,3 USD
Mai puțin: Datoria totală	(300,0)
Mai puțin: Titluri de valoare preferate	-
[illegible]	
Valoarea capitalului propriu implicit	**858,3 USD** }

= Valoarea întreprinderii - Datoria totală + Numerar și echivalente de numerar
= 1.133,3 milioane USD - 300,0 milioane USD + 25,0 milioane USD

Pagina de ieșire DCF Expoziția 3.57 afișează o pagină de ieșire DCF tipică pentru ValueCo folosind EMM.

ANEXA 3.57 ValueCo DCF Rezultate Analiză Pagina

ValueCo Corporation

Discounted Cash Flow Analysis

($ in millions, fiscal year ending December 31)

Operating Scenario: Base

	Historical Period			CAGR		Projection Period					CAGR
Operating Scenario 1											
Mid-Year Convention Y	2005	2006	2007	('05 - '07)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	('08 - '13)
Sales	$780.0	$850.0	$925.0	8.9%	$1,000.0	$1,080.0	$1,144.8	$1,190.6	$1,226.3	$1,263.1	4.8%
% growth	NA	9.0%	8.8%		8.1%	8.0%	6.0%	4.0%	3.0%	3.0%	
Cost of Goods Sold	471.9	512.1	555.0		600.0	648.0	686.9	714.4	735.8	757.9	
Gross Profit	$308.1	$337.9	$370.0	9.6%	$400.0	$432.0	$457.9	$476.2	$490.5	$505.2	4.8%
% margin	39.5%	39.8%	40.0%		40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	
Selling, General & Administrative	198.9	214.6	231.3		250.0	270.0	286.2	297.6	306.6	315.8	
EBITDA	$109.2	$123.3	$138.8	12.7%	$150.0	$162.0	$171.7	$178.6	$183.9	$189.5	4.8%
% margin	14.0%	14.5%	15.0%		15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	
Depreciation & Amortization	15.6	17.0	18.5		20.0	21.6	22.9	23.8	24.5	25.3	
EBIT	$93.6	$106.3	$120.3	13.3%	$130.0	$140.4	$148.8	$154.8	$159.4	$164.2	4.8%
% margin	12.0%	12.5%	13.0%		13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	
Taxes	35.6	40.4	45.7		49.4	53.4	56.6	58.8	60.6	62.4	
EBIAT	$58.0	$65.9	$74.6	13.3%	$80.6	$87.0	$92.3	$96.0	$98.8	$101.8	4.8%
Plus: Depreciation & Amortization	15.6	17.0	18.5		20.0	21.6	22.9	23.8	24.5	25.3	
Less: Capital Expenditures	(15.0)	(18.0)	(18.5)		(20.0)	(21.6)	(22.9)	(23.8)	(24.5)	(25.3)	
Less: Increase in Net Working Capital						(8.0)	(6.5)	(4.6)	(3.6)	(3.7)	
Unlevered Free Cash Flow						$79.0	$85.8	$91.4	$95.3	$98.1	
WACC	11.0%										
Discount Period						0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	
Discount Factor						0.95	0.86	0.77	0.69	0.63	
Present Value of Free Cash Flow						$75.0	$73.4	$70.4	$66.1	$61.4	

Enterprise Value	
Cumulative Present Value of FCF	$346.3
Terminal Value	
Terminal Year EBITDA (2013E)	$189.5
Exit Multiple	7.0x
Terminal Value	$1,326.3
Discount Factor	0.59
Present Value of Terminal Value	$787.1
% of Enterprise Value	69.4%
Enterprise Value	$1,133.3

Implied Equity Value and Share Price	
Enterprise Value	$1,133.3
Less: Total Debt	(300.0)
Less: Preferred Securities	-
Less: Noncontrolling Interest	-
Plus: Cash and Cash Equivalents	25.0
Implied Equity Value	$858.3

Implied Perpetuity Growth Rate	
Terminal Year Free Cash Flow (2013E)	$98.1
WACC	11.0%
Terminal Value	$1,326.3
Implied Perpetuity Growth Rate	3.0%

Implied EV/EBITDA	
Enterprise Value	$1,133.3
LTM 9/30/2008 EBITDA	146.7
Implied EV/EBITDA	7.7 x

Enterprise Value

WACC	Exit Multiple 6.0x	6.5x	7.0x	7.5x	8.0x
10.0%	1,060	1,119	1,177	1,236	1,295
10.5%	1,040	1,098	1,155	1,213	1,270
11.0%	1,021	1,077	$1,133	1,190	1,246
11.5%	1,002	1,057	1,112	1,167	1,222
12.0%	984	1,038	1,091	1,145	1,199

Implied Perpetuity Growth Rate

WACC	Exit Multiple 6.0x	6.5x	7.0x	7.5x	8.0x
10.0%	0.9%	1.5%	2.1%	2.6%	3.0%
10.5%	1.3%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
11.0%	1.7%	2.4%	3.0%	3.5%	3.9%
11.5%	2.2%	2.8%	3.4%	3.9%	4.4%
12.0%	2.6%	3.3%	3.9%	4.4%	4.8%

EXHIBITUL 3.58 Analiza de sensibilitate

ValueCo Corporatio
Sensitivity Analysis
($ in millions)

Enterprise Value

□OVM	Exit Multiple				
	6.0x	**6.5x**	**7.0x**	**7.5x**	**8.0x**
10.0%	1,060	1,119	1,177	1,236	1,295
10.5%	1,040	1,098	1,155	1,213	1,270
11.0%	1,021	1,077	**$1,133**	1,190	1,246
11.5%	1,002	1,057	1,112	1,167	1,222
12.0%	984	1,038	1,091	1,145	1,199

Implied Equity Value

OOVM	Exit Multiple				
	6.0x	**6.5x**	**7.0x**	**7.5x**	**8.0x**
10.0%	785	844	902	961	1,020
10.5%	765	823	880	938	995
11.0%	746	802	**$858**	915	971
11.5%	727	782	837	892	947
12.0%	709	763	816	870	924

Implied Perpetuity Growth Rate

□OVM	Exit Multiple				
	6.0x	**6.5x**	**7.0x**	**7.5x**	**8.0x**
10.0%	0.9%	1.5%	2.1%	2.6%	3.0%
10.5%	1.3%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
11.0%	1.7%	2.4%	**3.0%**	3.5%	3.9%
11.5%	2.2%	2.8%	3.4%	3.9%	4.4%
12.0%	2.6%	3.3%	3.9%	4.4%	4.8%

Implied Enterprise Value / LTM EBITDA

□OVM	Exit Multiple				
	6.0x	**6.5x**	**7.0x**	**7.5x**	**8.0x**
10.0%	7.2x	7.6x	8.0x	8.4x	8.8x
10.5%	7.1x	7.5x	7.9x	8.3x	8.7x
11.0%	7.0x	7.3x	**7.7x**	8.1x	8.5x
11.5%	6.8x	7.2x	7.6x	8.0x	8.3x
12.0%	6.7x	7.1x	7.4x	7.8x	8.2x

PV of Terminal Value as % of Enterprise Value

□OVM	Exit Multiple				
	6.0x	**6.5x**	**7.0x**	**7.5x**	**8.0x**
10.0%	66.6%	68.4%	69.9%	71.4%	72.7%
10.5%	66.3%	68.1%	69.7%	71.1%	72.4%
11.0%	66.1%	67.9%	**69.4%**	70.9%	72.2%
11.5%	65.8%	67.6%	69.2%	70.6%	72.0%
12.0%	65.6%	67.3%	68.9%	70.4%	71.7%

Efectuați analiza de sensibilitate

Apoi am efectuat o serie de analize de sensibilitate asupra WACC și a multiplelor de ieșire pentru mai multe rezultate cheie, inclusiv valoarea întreprinderii, valoarea capitalului propriu, rata de creștere implicită pe perpetuitate, EBITDA implicit EV/LTM și PV valorii terminale ca procent din valoarea întreprinderii (a se vedea Figura 3.58).

De asemenea, am sensibilizat ipotezele financiare cheie, cum ar fi ratele de creștere a vânzărilor și marjele EBIT, pentru a analiza efectele asupra valorii întreprinderii. Această analiză de sensibilitate a oferit o perspectivă utilă asupra ipotezelor noastre și ne-a permis să studiem potențiala creare de valoare sau eroziune rezultată din supraperformanță sau subperformanță față de proiecțiile financiare ale cazului de bază. De exemplu, așa cum se arată în Figura 3.59, o creștere a ratelor anuale de creștere a vânzărilor și a marjelor EBIT ale ValueCo cu 50 bps fiecare are ca rezultat o creștere de 38,3 milioane USD a valorii întreprinderii la 1.171,6 milioane USD față de 1.133,3 milioane USD.

EXHIBITUL 3.59 Analiza de sensibilitate privind ratele de creștere a vânzărilor și marjele EBIT

Valoarea întreprinderii						
		Rata anuală de crestere a vânzărilor Inc. / (dec.)				
		(1,0%)	**(0,5%)**	**0,0%**	**0,5%**	**1,0%**
	(1,0%)	1.059	1.082	1.105	1.129	1.153
	(0,5%)	1.073	1.096	1.119	1.143	1.167
	0,0%	1.087	1.110	**1.133 USD**	1.157	1.182
CO LU a ä .= 9. c ?' C OS U < S =	**0,5%**	1.100	1.124	1.147	1.172	1.196
	1,0%	1.114	1.138	1.162	1.186	1.211

După finalizarea analizei de sensibilitate, am procedat la determinarea intervalului final de evaluare DCF al ValueCo. Pentru a deriva acest interval, ne-am concentrat pe porțiunea umbrită a tabelului de date multiplu de ieșire / WACC (a se vedea colțul din stânga sus al Anexei 3.58). Pe baza unui interval multiplu de ieșire de 6,5x până la 7,5x și a unui interval WACC de 10,5% până la 11,5%, am calculat un interval de valoare întreprindere de aproximativ 1.057 milioane USD până la 1.213 milioane USD pentru ValueCo.

Apoi am adăugat acest interval la „terenul nostru de fotbal” și l-am comparat cu intervalele de evaluare derivate din analiza companiilor noastre comparabile și analiza tranzacțiilor precedente efectuate în capitolele 1 și 2 (a se vedea Anexa 3.60).

ANEXA 3.60 Terenul de fotbal ValueCo care afișează companii comparabile, tranzacții precedente și analiză DCF

($ în milioane)

Companii comparabile

6,5x – 7,5x EBITDA LTM

6,25x – 7,25x EBITDA 2008E

5,75x – 6,75x EBITDA 2009E

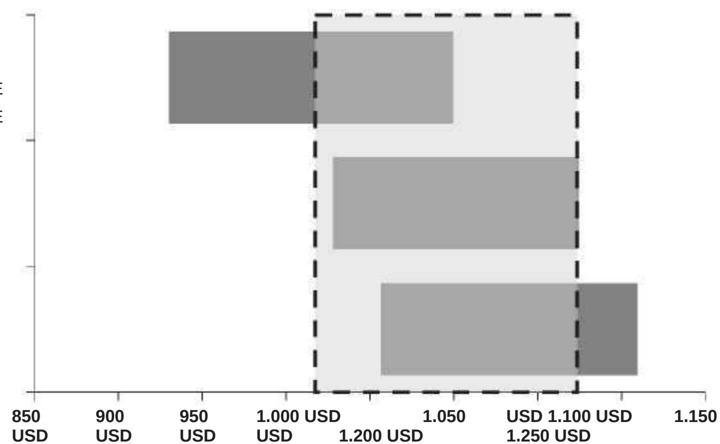
Tranzacții precedente

7,0x – 8,0x EBITDA LTM

Analiza DCF

10,5% – 11,5% WACC

6,5x – 7,5x Ieșire Multiplu



Două

Cumpărări cu efect de levier

CAPITOLUL 4

Cumpărări cu efect de levier

O Leraged buyout (LBO) este achiziția unei companii, divizii, afaceri sau colecție de active („țintă”) folosind datoria pentru a finanța o mare parte din prețul de cumpărare. Partea rămasă din prețul de achiziție este finanțată cu o contribuție de capitaluri proprii din partea unui sponsor financiar („sponsor”). LBO-urile sunt folosite de sponsori pentru a achiziționa o gamă largă de afaceri, inclusiv companii publice și private, precum și diviziile și filialele acestora. Scopul final al sponsorului este de a realiza o rentabilitate acceptabilă a investiției sale de capital la ieșire, de obicei printr-o vânzare sau IPO a țintei. Sponsorii au căutat în mod istoric un randament anual de 20% + și o ieșire a investiției în termen de cinci ani.[107]

Într-un LBO tradițional, datoria a cuprins în mod obișnuit 60% până la 70% din structura de finanțare, capitalurile proprii cuprinzând restul de 30% până la 40% (a se vedea Figura 4.12). Nivelul disproporționat de ridicat al datoriei suportat de țintă este susținut de fluxul de numerar liber proiectat [108]și de baza de active, ceea ce permite sponsorului să contribuie cu o mică investiție de capital în raport cu prețul de cumpărare. Capacitatea de a valorifica investiția relativ mică în acțiuni este importantă pentru sponsori pentru a obține randamente acceptabile. Utilizarea efectului de levier oferă beneficiul suplimentar al economiilor fiscale realizate datorită deductibilității fiscale a cheltuielilor cu dobânzile.

Companiile cu fluxuri de numerar stabile și previzibile, precum și active substanțiale, reprezintă în general candidați LBO atractivi datorită capacității lor de a susține cantități mai mari de datorii. Este necesar un flux de numerar puternic pentru a deservi plățile periodice ale dobânzilor și pentru a reduce datoria pe durata de viață a investiției. În plus, o bază solidă de active mărește valoarea *datoriei bancare* disponibilă debitorului (sursa cea mai puțin costisitoare de finanțare a datoriei), oferind un mai mare confort creditorilor în ceea ce privește - probabilitatea recuperării principalului în cazul unui faliment. Atunci când piețele de credit sunt deosebit de robuste, totuși, furnizorii de credite sunt din ce în ce mai mulți
dispus să se concentreze mai mult pe generarea de fluxuri de numerar și mai puțin pe puterea bazei de active.

În timpul de la care sponsorul dobândește ținta până la ieșire („orizontul de investiție”), fluxul de numerar este utilizat în principal pentru a servi și a rambursa datoria, crescând astfel partea de capital propriu a structurii capitalului. În același timp, sponsorul își propune să îmbunătățească performanța financiară a țintei și să dezvolte afacerea existentă (inclusiv prin

[107]În funcție de efectele structurale pe termen lung ale crizei creditelor ipotecare subprime și de criza creditului care a rezultat, inclusiv de capacitatea de a ridica datoria la niveluri istorice, aceste valori de referință stabilite de lungă durată pot fi revizuite.
[108]Termenul „flux de numerar liber” („flux de numerar liber cu efect de levier” sau „numerar disponibil pentru rambursarea datoriilor”) utilizat în analiza LBO diferă de termenul „flux de numerar liber fără efect de levier” utilizat în analiza DCF, deoarece include efectele efectului de levier.

viitoare achiziții „bolt-on”), crescând astfel valoarea întreprinderii și sporind și mai mult randamentul potențial. O structură de finanțare LBO adecvată trebuie să echilibreze capacitatea țintei de a deservi și rambursa datoria cu nevoia acesteia de a utiliza fluxul de numerar pentru a gestiona și dezvolta afacerea.

Închiderea cu succes a unui LBO se bazează pe capacitatea sponsorului de a obține finanțarea necesară pentru achiziționarea țintei. Băncile de investiții joacă în mod tradițional un rol esențial în acest sens, în primul rând ca aranjatori/asigurători ai datoriei utilizate pentru finanțarea prețului de cumpărare. [109]De obicei, aceștia concurează unul cu celălalt pentru a oferi un angajament de finanțare pentru structura de finanțare preferată a sponsorului, sub forma unor scrisori obligatorii din punct de vedere juridic („documente de finanțare” sau „angajament”). Scrisorile de angajament promit finanțare pentru partea datorată a prețului de achiziție în schimbul unor comisioane diferite și sub rezerva unor condiții specifice, inclusiv contribuția sponsorului la un nivel acceptabil de capital în numerar.[110]

Datoria utilizată într-un LBO este ridicată prin emiterea de diferite tipuri de împrumuturi, titluri de valoare și alte instrumente care sunt clasificate în funcție de statutul lor *de securitate* , precum și *de vechimea lor* în structura capitalului. Starea piețelor de capital de datorie predominante joacă un rol cheie în determinarea nivelurilor de levier, precum și a costului finanțării și a termenilor cheie. Partea de capital propriu a structurii de finanțare este, de obicei, obținută dintr-un grup de capital („fond”) gestionat de sponsor. Fondurile sponsorilor variază în mărime de la zeci de milioane la zeci de miliarde de dolari.

Datorită proliferării vehiculelor de investiții private (de exemplu, firme de capital privat și fonduri speculative) la mijlocul anilor 2000 și a fondurilor lor considerabile de capital, LBO-urile au devenit o parte din ce în ce mai mare a piețelor de capital și a peisajului de fuziuni și achiziții. Bancherii care oferă consiliere cu privire la finanțările LBO au sarcina de a ajuta la elaborarea unei structuri de finanțare tranzacționabilă care să permită sponsorului să își atingă obiectivele de investiții și pragurile de rentabilitate, oferind în același timp țintei flexibilitatea financiară suficientă și amortizarea necesară pentru a opera și a dezvolta afacerea. Băncile de investiții oferă, de asemenea, servicii de consiliere privind fuziunile și achizițiile din partea de cumpărare și de vânzare sponsorilor cu privire la tranzacțiile LBO. În plus, LBO-urile oferă băncilor de investiții o multitudine de oportunități ulterioare de a-și furniza serviciile după încheierea tranzacției inițiale, în special pentru activitățile viitoare de fuziuni și achiziții din partea de cumpărături, oportunități de refinanțare și evenimente tradiționale de ieșire, cum ar fi vânzarea țintei sau o IPO.

Acest capitol oferă o prezentare generală a elementelor fundamentale ale cumpărărilor cu efect de levier, așa cum sunt descrise în principalele categorii prezentate în Figura 4.1.

[109]Termenul „bancă de investiții” este folosit pe scară largă pentru a se referi la intermediarii financiari care desfășoară servicii de finanțare corporativă și consultanță în fuziuni și achiziții, precum și activități de subscriere pe piețele de capital.
[110]Aceste scrisori sunt de obicei foarte negociate între sponsor, băncile care furnizează finanțarea și consilierii lor juridici înainte de a fi executate.

ANEXA 4.1 Fundamentele LBO

- Participanții cheie
- Caracteristicile unui candidat puternic LBO
- Economia LBO-urilor
- Strategii primare de ieșire/monetizare
- Finanțare LBO: Structură
- Finanțare LBO: surse primare
- Finanțare LBO: Termeni cheie selectați

PARTICIPANȚI CHEIE

Această secțiune oferă o prezentare generală a participanților cheie la un LBO (a se vedea Planșa 4.2).

ANEXA 4.2 Participanții cheie

- Sponsori financiari
- Bănci de investiții
- Creditori bănci și instituționali
- Investitori în obligațiuni
- Managementul țintei

Sponsori financiari

Termenul „sponsor financiar" se referă la firme tradiționale de capital privat (PE), divizii de comercianți bancare ale băncilor de investiții, fonduri speculative, fonduri de capital de risc și companii de achiziții cu scop special (SPAC), printre alte vehicule de investiții. Firmele de PE, fondurile speculative și fondurile de capital de risc își ridică marea majoritate a capitalului lor de investiții de la investitori terți, care includ fonduri de pensii publice și corporative, companii de asigurări, fonduri de dotare și fundații, fonduri suverane de avere și familii/persoane bogate. Partenerii sponsori și profesioniștii în investiții își pot investi proprii bani în anumite oportunități de investiții.

Acest capital este organizat în fonduri care sunt de obicei constituite ca asociații în comandită . Parteneriatele în comandită sunt de obicei structurate ca un vehicul de investiții cu durată fixă, în care partenerul general (GP, adică sponsorul) administrează fondul de zi cu zi, iar partenerii comanditați (LP) servesc ca investitori pasivi. [111]Aceste vehicule sunt considerate „grupuri nevăzute" în sensul că LP-urile subscriu fără cunoștințe specifice despre investițiile pe care sponsorul intenționează să le facă. [112]Cu toate acestea, sponsorii sunt adesea limitati în valoarea capitalului fondului care poate fi investit într-o anumită afacere, de obicei nu mai mult de 10% până la 20%.

Sponsorii variază foarte mult în ceea ce privește dimensiunea fondului, concentrarea și

[111]Pentru a compensa GP pentru gestionarea fondului, LP-urile plătesc de obicei 1% până la 2% pe an pentru fondurile angajate ca comision de administrare. În plus, odată ce LP-urile au primit returnarea fiecărui dolar din capitalul angajat plus pragul necesar de rentabilitate a investiției, sponsorul primește de obicei un „report" de 20% pentru fiecare dolar din profitul investiției.

[112]LP-urile dețin în general capitalul pe care îl investesc într-un anumit fond până când acesta este solicitat de către GP în legătură cu o anumită investiție.

strategia de investiții. Mărimea fondului (fondurilor) unui sponsor, care poate varia de la zeci de milioane la zeci de miliarde de dolari (pe baza capacității sale de a strânge capital), ajută la dictarea parametrilor de investiții. Unele firme sunt specializate în sectoare specifice (cum ar fi industria sau mass-media, de exemplu), în timp ce altele se concentrează pe situații specifice (cum ar fi companii în dificultate/returnare, roll-up-uri sau cesionări corporative). Mulți sunt pur și simplu generaliști care se uită la un spectru larg de oportunități în mai multe industrii și strategii de investiții. Aceste firme sunt dotate în mod corespunzător cu profesioniști în investiții care se potrivesc strategiei lor, dintre care mulți sunt foști bancheri de investiții. De asemenea, de obicei angajează (sau angajează serviciile) profesioniști operaționali și experți din industrie, cum ar fi foști directori executivi și alți directori de companie, care consultă și consiliază sponsorul cu privire la anumite tranzacții.

În evaluarea unei oportunități de investiție, sponsorul efectuează o diligență detaliată asupra țintei, de obicei printr-un proces organizat de vânzare de fuziuni și achiziții (a se vedea capitolul 6). Due diligence este procesul de învățare cât mai mult posibil despre toate aspectele țintei (de exemplu, afaceri, sector, financiar, contabil, fiscal, juridic, de reglementare și de mediu) pentru a descoperi, confirma sau discredita informațiile esențiale pentru teza de investiții a sponsorului. Sponsorii folosesc constatările de due diligence pentru a dezvolta un model financiar și pentru a sprijini ipotezele privind prețul de achiziție (inclusiv o structură de finanțare preferată), deseori angajând contabili, consultanți și experți din industrie și alți funcționali pentru a asista în acest proces. Sponsorii mai mari și/sau specializați angajează în mod obișnuit experți operaționali, dintre care mulți sunt foști directori seniori ai industriei, pentru a asista în diligență și, eventual, în managementul eventual al companiilor achiziționate.

Bănci de investiții

Băncile de investiții joacă un rol cheie în LBO, atât ca furnizor de finanțare, cât și ca consilier strategic de fuziuni și achiziții. Sponsorii se bazează în mare măsură pe băncile de investiții pentru a ajuta la dezvoltarea și comercializarea unei structuri de finanțare optime. Ei pot, de asemenea, să angajeze bănci de investiții ca consilieri de fuziuni și achiziții în schimbul unor tranzacții de aprovizionare și/sau pentru experiența , relațiile și resursele lor interne. În ceea ce privește vânzarea, sponsorii angajează de obicei bancherii ca consilieri de fuziuni și achiziții (și potențial ca furnizori [113]*de finanțare de bază*) pentru a-și comercializa companiile de portofoliu către potențialii cumpărători printr-un proces de vânzare organizat.

Băncile de investiții efectuează o due diligence amănunțită asupra țintelor LBO (de obicei alături de clienții sponsori) și trec printr-un proces intern amplu de creditare pentru a valida planul de afaceri al țintei. De asemenea, trebuie să se bucure de capacitatea țintei de a deservi o structură de capital cu efect de levier ridicat și capacitatea lor de a comercializa structura către investitorii corespunzători. Băncile de investiții lucrează îndeaproape cu clienții sponsori pentru a determina o structură de finanțare adecvată pentru un anumit

tranzacție. [114]Odată ce sponsorul alege structura de finanțare preferată pentru un LBO (adesea o compilație a celor mai buni termeni din propunerile solicitate de la mai multe bănci), echipa

[113]Banca de investiții care derulează un proces de licitație (sau uneori o bancă „parteneră") poate oferi o structură de finanțare pre-ambalată, de obicei pentru potențialii cumpărători financiari, în sprijinul obiectivului vândut. Aceasta este denumită în mod obișnuit finanțare prin capsare („staple"). Consultați Capitolul 6: Procesul de vânzare de fuziuni și achiziții pentru informații suplimentare.

[114]Alternativ, băncilor li se poate cere să se angajeze într-o structură de finanțare deja dezvoltată de sponsor.

tranzacției o prezintă comitetului (comitetelor) de credit interne ale băncii pentru aprobarea finală.

După aprobarea comitetului de credit, băncile de investiții sunt în măsură să ofere un angajament de finanțare pentru a susține oferta sponsorului. [115]Acest angajament oferă finanțare pentru partea datorată a tranzacției conform termenilor și condițiilor propuse (inclusiv ratele maxime ale dobânzii în cel mai rău caz („plafoane”)) în schimbul diferitelor comisioane [116]și sub rezerva unor condiții specifice, inclusiv contribuția sponsorului la un nivel acceptabil de capital propriu. Aceasta este, de asemenea, cunoscută sub numele de finanțare *subscrisă* , care în mod tradițional a fost necesară pentru LBO-uri din cauza necesității de a oferi vânzătorului siguranța închiderii (inclusiv finanțare). [117]Aceste scrisori prevăd, de obicei, o perioadă de marketing în timpul căreia băncile caută să-și sindicalizeze angajamentele față de investitori înainte de a finanța tranzacția.

Pentru datoria bancară, fiecare aranjant [118]se așteaptă să dețină o anumită sumă în dolari din facilitatea de credit revolving în portofoliul său de împrumuturi, încercând în același timp să sindicalizeze restul împreună cu orice împrumut(e) la termen. În calitate de subscriitori ai *obligațiunilor cu randament ridicat* sau *ai datoriilor mezzanine,* [119]băncile de investiții încearcă să vândă întreaga ofertă investitorilor fără a se angaja să dețină niciun titlu în bilanţ. Cu toate acestea, într-o finanțare subscrisă, băncile de investiții se angajează de obicei să ofere un *împrumut punte* pentru aceste titluri, pentru a oferi asigurarea că va fi disponibilă fonduri suficiente pentru finanțarea și încheierea tranzacției.

Creditori bănci și instituționali

Creditorii bănci și instituționali sunt furnizorii de capital pentru datoria bancară într-o structură de finanțare LBO. Deși există adesea o suprapunere între ele, creditorii băncilor tradiționali furnizează capital pentru împrumuturi pe termen lung cu amortizare, în timp ce creditorii instituționali oferă capital pentru împrumuturi pe termen mai lung, cu amortizare limitată.

Creditorii băncilor constau de obicei din bănci comerciale, instituții de economii și împrumut, companii financiare și bănci de investiții care servesc ca aranjatori. Baza instituțională de creditare este formată în mare parte din fonduri speculative, fonduri de pensii, fonduri prime, companii de asigurări și vehicule structurate, cum ar fi fondurile de obligații de datorie garantate

[115]Angajamentul de finanțare include: o *scrisoare de angajament* pentru datoria bancară și o facilitate punte (care va fi furnizată de către creditor în locul unei finanțări prin obligațiuni dacă piețele de capital nu sunt disponibile în momentul încheierii achiziției); o *scrisoare de angajament* , în care sponsorul angajează băncile de investiții să subscrie obligațiunile în numele emitentului; și o *scrisoare de taxe* , care stabilește diferitele comisioane care trebuie plătite băncilor de investiții în legătură cu finanțarea. În mod tradițional, într-un LBO, sponsorului i s-a cerut să ofere certitudinea finanțării și, prin urmare, a trebuit să plătească pentru un angajament de finanțare-punte, chiar dacă era puțin probabil ca puntea să fie finanțată.

[116]Comisioanele asociate angajamentului compensează băncile pentru rolul lor de subscriere și riscul asociat cu gajul de a finanța tranzacția în cazul în care nu este posibilă o sindicare către investitori externi.

[117]Criza creditului a determinat ca anumiți vânzători să slăbească această cerință și să accepte oferte cu condiții de finanțare.

[118]Băncile de investiții principale responsabile de comercializarea datoriilor bancare, inclusiv de pregătirea materialelor de marketing și de conducerea sindicalizării, sunt denumite „Lead Arrangers” sau „Bookrunners”.

[119]Băncile de investiții principale responsabile de comercializarea obligațiunilor cu randament ridicat sau a datoriei mezzanine sunt denumite „Bookrunners”.

(CDO).[120]

La fel ca băncile de investiții, creditorii efectuează diligența necesară și sunt supuși unui proces intern de creditare înainte de a participa la o finanțare LBO. Aceasta implică analiza profilului de afaceri și de credit al țintei (cu accent pe generarea de numerar proiectată și statisticile de credit) pentru a obține confortul că vor primi plăți viitoare complete ale dobânzii și rambursarea principalului la scadență. Creditorii caută, de asemenea, să atenueze riscul de dezavantaj, solicitând acorduri și acoperire colaterală. Experiența anterioară cu un anumit credit, sector sau sponsor anume este, de asemenea, luată în considerare în decizia de participare. În mare măsură, totuși, creditorii se bazează pe diligența depusă (și pe materialele pregătite) de către aranjatorii principali.

Ca parte a procesului lor de diligență, potențialii creditori participă la o întâlnire de grup cunoscută sub numele de „întâlnire bancară”, care este organizată de aranjatorii principali. [121]În cadrul unei întâlniri bancare, echipa de conducere a țintei oferă o prezentare detaliată cu diapozitive despre companie și meritele investiționale ale acesteia, urmată de o prezentare generală a ofertei de către aranjatorii principali și o sesiune de întrebări și răspunsuri. La ședința băncii, potențialii creditori primesc o copie tipărită a prezentării, precum și un memorandum de informații confidențiale (CIM sau „carte bancară”) întocmit de conducere și aranjatorii principali. [122]Pe măsură ce creditorii trec prin procesele interne de creditare și iau deciziile finale de investiție, aceștia efectuează diligență de urmărire care implică adesea solicitarea de informații și analize suplimentare de la companie.

Investitori în obligațiuni

Investitorii în obligațiuni sunt cumpărătorii obligațiunilor cu randament ridicat emise ca parte a structurii de finanțare LBO. Acestea includ, în general, fonduri mutuale cu randament ridicat, fonduri speculative, fonduri de pensii, companii de asigurări, fonduri de datorii în dificultate și CDO.

Ca parte a procesului lor de evaluare a investițiilor și de luare a deciziilor, investitorii de obligațiuni participă la întâlniri unu-la-unu, cunoscute sub numele de „prezentări roadshow”, în timpul

pe care directorii executivi prezintă meritele investiționale ale companiei și tranzacția propusă. Un roadshow este, de obicei, un proces de una până la două săptămâni (în funcție de mărimea

[120]CDO-urile sunt titluri garantate cu active („securitizate”) susținute de interese în grupuri de active, de obicei un anumit tip de obligație de datorie. Atunci când interesele din grup sunt împrumuturi, vehiculul se numește obligație de împrumut garantată (CLO). Atunci când interesele din grup sunt obligațiuni, vehiculul se numește obligație de obligațiuni garantate (CBO).

[121]Pentru tranzacții deosebit de mari sau complexe, conducerea țintei poate prezenta creditorilor în mod individual.

[122]Registrul bancar este un document cuprinzător care conține o descriere detaliată a tranzacției, aspectele importante ale investițiilor, companiei și sectorului, precum și fișe preliminare de termeni și situații financiare istorice și proiectate. În cazul în care obligațiunile înregistrate public sunt concepute ca parte a ofertei, de obicei sunt create două versiuni ale CIM - o versiune publică și o versiune privată (sau supliment privat). Versiunea publică, care exclude proiecțiile financiare și declarațiile prospective, este distribuită creditorilor care intenționează să cumpere obligațiuni sau alte titluri care vor fi în cele din urmă înregistrate la SEC. Versiunea privată, pe de altă parte, include proiecții financiare, deoarece este folosită de investitorii care intenționează să investească exclusiv în datoria neînregistrată a companiei (adică, datoria bancară). Atât prezentarea întâlnirii bancare, cât și cartea bancară sunt de obicei disponibile pentru creditori printr-un mediu online.

și domeniul de aplicare al tranzacției), în care bancherii de la instituția principală de subscriere (și, în general, o persoană din echipa sponsorului) însoțesc conducerea țintei la întâlnirile cu potențialii investitori. Aceste întâlniri pot fi, de asemenea, organizate sub formă de mic dejun sau prânz cu grupuri de investitori. Spectacolul tipic din SUA include opriri în centrele financiare mai mari, cum ar fi New York, Boston, Los Angeles și San Francisco, precum și în orașe mai mici din întreaga țară. [17,18]

Înainte de întâlnirea roadshow-ului, investitorii în obligațiuni primesc un memorandum preliminar de ofertă (OM), care este un document legal care conține o mare parte din informațiile comerciale, industriale și financiare ale țintei, care se găsesc în registrul bancar. OM preliminară, totuși, trebuie să satisfacă un grad mai ridicat de control juridic și dezvăluire (inclusiv factori de risc [123]). Spre deosebire de datoria bancară, cele mai multe obligațiuni sunt în cele din urmă înregistrate la SEC (astfel încât să poată fi tranzacționate la o bursă) și, prin urmare, sunt supuse reglementărilor în temeiul Legii privind valorile mobiliare din 1933 și al Legii privind schimbul de valori mobiliare din 1934. [124]OM preliminară conține, de asemenea, informații detaliate despre obligațiuni, inclusiv o fișă preliminară a termenilor (excluzând prețul notelor (DON) și o descriere a notelor). [125]Odată ce roadshow-ul se încheie și obligațiunile au fost evaluate, termenii finali sunt inserați în document, care este apoi distribuit investitorilor de obligațiuni ca OM final.

Managementul țintei

Managementul joacă un rol crucial în marketingul țintei către potențialii cumpărători (vezi capitolul 6) și creditori deopotrivă, lucrând îndeaproape cu bancherii la pregătirea materialelor de marketing și a informațiilor financiare. Managementul servește, de asemenea, ca față principală a companiei și trebuie să articuleze meritele investiționale ale tranzacției acestor constituenți. În consecință, într-un LBO, o echipă de management puternică poate crea valoare tangibilă prin stabilirea unor condiții de finanțare și prețuri favorabile, precum și oferind sponsorilor confort pentru a se extinde în evaluare.

Dintr-o perspectivă de structurare, managementul deține, de obicei, o participație semnificativă în capitalul propriu în compania post-LBO prin „rularea” capitalului său existent sau investind în afacere alături de sponsor la închidere. Mai multe niveluri de management au de obicei, de asemenea, oportunitatea de a participa (pe o bază post-închidere) la un pachet de compensare bazat pe opțiuni de acțiuni, în general legat de un set convenit de obiective financiare pentru companie. [126]Această structură oferă managementului o economie semnificativă

[123]O discuție despre cei mai importanți factori care fac ca oferta să fie speculativă sau riscantă.

[124]Legile care stabilesc cerințe pentru valorile mobiliare listate la bursele publice, inclusiv înregistrarea și dezvăluirile periodice ale situației financiare, printre altele.

[125]DON conține o prezentare generală a prevederilor materiale ale contractului de obligațiuni, inclusiv definiții cheie, termeni și acorduri.

[126]Aceste stimulente de opțiune pot cuprinde până la 15% din valoarea capitalului propriu al companiei (și sunt realizate de conducere la o vânzare sau IPO).

stimulente pentru a îmbunătăți performanța companiei, deoarece aceștia împărtășesc capitalul propriu. Ca urmare, interesele managementului și ale sponsorului sunt aliniate în urmărirea performanței superioare. Programul amplu de stimulente prin capitaluri proprii descris mai sus este adesea un factor cheie de diferențiere față de structura unei companii publice.

Management Buyout Un LBO inițiat și condus de echipa de management existentă a unei ținte este denumită management buyout (MBO). Adesea, un MBO se efectuează cu ajutorul unui partener de capital, cum ar fi un sponsor financiar, care oferă suport de capital și acces la finanțare prin datorii prin relații bancare de investiții stabilite. Premisa de bază din spatele unui MBO este că echipa de management crede că poate crea mai multă valoare gestionând compania singură decât în condițiile actuale de proprietate. Structura MBO servește, de asemenea, la eliminarea conflictului dintre conducere și consiliul de administrație/acționari, deoarece proprietarii-managerii sunt capabili să conducă compania după cum consideră de cuviință.

Conducerea companiei publice poate fi motivată de convingerea că piața subevaluează compania, [127]conformarea SEC și Sarbanes-Oxley (SOX) este prea împovărătoare și costisitoare (în special pentru companiile mai mici) și/sau compania ar putea funcționa mai eficient ca entitate privată. Candidații LBO cu o proprietate considerabilă de conducere sunt în general candidați puternici MBO. Un alt scenariu comun MBO implică o achiziție de către conducerea unei divizii sau a unei subsidiare a unei corporații mai mari care cred că pot conduce afacerea mai bine separat de societatea-mamă.

CARACTERISTICILE UNUI CANDIDAT PUTERNIC LBO

Sponsorii financiari ca grup sunt investitori extrem de flexibili care caută oportunități atractive de investiții într-o gamă largă de sectoare, zone geografice și situații. Deși există puține reguli constante, anumite trăsături comune apar printre candidații LBO tradiționali, așa cum este subliniat în Figura 4.3.

EXHIBITUL 4.3 Caracteristicile unui candidat LBO puternic

- Generare puternică de flux de numerar
- Poziții lider și apărabile pe piață
- Oportunități de creștere
- Oportunități de îmbunătățire a eficienței
- Cerințe scăzute de capital
- O bază puternică de active
- Echipa de management dovedita

În timpul due diligence, sponsorul studiază și evaluează punctele forte și riscurile cheie ale unui candidat LBO. Adesea, candidații LBO sunt identificați printre divizii non-core sau cu performanțe slabe ale companiilor mai mari, companii neglijate sau cu probleme cu potențial de redresare sau companii din piețe fragmentate ca platforme pentru o

[127]Legea Sarbanes-Oxley din 2002 a adoptat modificări substanțiale ale legilor privind valorile mobiliare care guvernează companiile publice și funcționarii și directorii acestora în ceea ce privește guvernanța corporativă și raportarea financiară. În special, Secțiunea 404 din SOX cere solicitanților publici de înregistrare să stabilească și să mențină „Controale și proceduri interne”, care pot consuma resurse interne, timp, angajament și cheltuieli semnificative.

strategie de roll-up. [128]În multe cazuri, ținta este pur și simplu o companie cu performanțe solide, cu un model de afaceri convingător, poziție competitivă defensabilă și oportunități puternice de creștere. Pentru un candidat LBO tranzacționat public, un sponsor poate percepe ținta ca fiind subevaluată de piață sau poate recunoaște oportunități de creștere și eficiență care nu sunt exploatate de managementul actual. Indiferent de situație, ținta reprezintă o oportunitate LBO atractivă doar dacă poate fi achiziționată la un preț și utilizând o structură de finanțare care oferă rentabilitate suficiente cu o strategie de ieșire viabilă.

Generare puternică de flux de numerar

Capacitatea de a genera un flux de numerar puternic și previzibil este esențială pentru candidații LBO, având în vedere structura de capital cu efect de levier puternic. Investitorii cu datorii au nevoie de un model de afaceri care să demonstreze capacitatea de a sprijini plăți periodice ale dobânzilor și rambursarea datoriilor pe durata de viață a împrumuturilor și a titlurilor. Caracteristicile afacerii care susțin predictibilitatea fluxului de numerar robust cresc atractivitatea unei companii ca candidat LBO. De exemplu, mulți candidați LBO puternici operează într-o afacere matură sau de nișă cu cerere stabilă a clienților și piețe finale. Acestea prezintă adesea un nume de marcă puternic, o bază de clienți stabilită și/sau contracte de vânzare pe termen lung, toate acestea servesc la creșterea predictibilității fluxului de numerar. Cumpărătorii potențiali și furnizorii de finanțare caută să confirme generarea de fluxuri de numerar de către un anumit candidat LBO în timpul due diligence pentru a obține nivelul necesar de confort cu proiecțiile managementului țintă . Proiecțiile fluxului de numerar sunt de obicei testate la stres (sensibilizate) pe baza volatilității istorice și a potențialelor condiții viitoare de afaceri și economice pentru a asigura capacitatea de a susține structura de finanțare LBO în circumstanțe dificile.

Poziții lider și apărabile pe piață

Pozițiile de lider și defensabile pe piață reflectă, în general, relații înrădăcinate cu clienții , recunoașterea numelui de marcă, produse și servicii superioare, o structură de costuri favorabilă și avantaje de scară, printre alte atribute. Aceste calități creează bariere la intrare și măresc stabilitatea și predictibilitatea fluxului de numerar al unei companii. În consecință, sponsorul petrece mult timp în timpul due diligence căutând asigurarea că pozițiile pe piață ale țintei sunt sigure (și pot fi extinse). În funcție de familiaritatea sponsorului cu sectorul, pot fi angajați consultanți pentru a efectua studii independente care să analizeze cota de piață și barierele la intrare.

Oportunități de creștere

Sponsorii caută companii cu potențial de creștere, atât din punct de vedere organic, cât și prin potențiale viitoare achiziții bolt-on. Creștere profitabilă la nivel superior la rate peste piață

ajută la generarea unor randamente nemaipomenite, generând numerar mai mare disponibil pentru rambursarea datoriilor, crescând totodată EBITDA și valoarea întreprinderii. Creșterea sporește, de asemenea, viteza și opționalitatea oportunităților de ieșire. De exemplu, un profil de creștere puternic este deosebit de important dacă ținta este desemnată pentru o eventuală

[128]O strategie de acumulare implică consolidarea mai multor companii într-o anumită piață sau sector pentru a crea o entitate cu dimensiune, scară și eficiență crescute.

ieșire din IPO.

Companiile cu profiluri de creștere robuste au o probabilitate mai mare de a determina „expansiunea multiplă” a EBITDA [129]în timpul orizontului investițional al sponsorului, ceea ce îmbunătățește și mai mult randamentul. Mai mult, așa cum sa discutat în Capitolul 1, companiile mai mari tind să beneficieze de dimensiunea lor, cota de piață, puterea de cumpărare și profilul de risc mai scăzut și sunt adesea răsplătite cu o evaluare a primei în raport cu colegii mai mici, toate celelalte fiind egale. În unele cazuri, sponsorul optează pentru a nu maximiza suma finanțării prin datorii la cumpărare. Acest lucru oferă o mai mare flexibilitate pentru a urmări o strategie de creștere care ar putea necesita o datorie suplimentară viitoare pentru a face achiziții sau pentru a construi noi facilități, de exemplu.

Oportunități de îmbunătățire a eficienței

În timp ce un candidat ideal pentru LBO ar trebui să aibă un model de afaceri fundamental puternic, sponsorii caută oportunități de a îmbunătăți eficiența operațională și de a genera economii de costuri . Măsurile tradiționale de economisire a costurilor includ reducerea cheltuielilor generale ale companiei, eficientizarea operațiunilor, reducerea numărului de angajați, raționalizarea lanțului de aprovizionare și implementarea de noi sisteme de informare de management. De asemenea, sponsorul poate căuta să obțină noi (sau să negocieze mai bine) condiții cu furnizorii și clienții existenți. Aceste inițiative reprezintă un accent principal pentru consultanții și experții din industrie angajați de sponsor pentru a ajuta cu diligența necesară și pentru a evalua oportunitatea reprezentată de stabilirea „cele mai bune practici” la țintă. Implementarea cu succes a acestora reprezintă adesea o creare de valoare substanțială care se acumulează în valoarea capitalului propriu la un multiplu al fiecărui dolar economisit (în cazul unei eventuale ieșiri).

În același timp, sponsorii trebuie să aibă grijă să nu pună în pericol vânzările existente sau oportunitățile atractive de creștere. Reducerile extinse în marketing, investiții sau cercetare și dezvoltare, de exemplu, pot afecta reținerea clienților, dezvoltarea de noi produse sau alte inițiative de creștere. Astfel de mișcări ar putea expune compania riscului de a deteriora vânzările și profitabilitatea.

Cerințe scăzute de capital

capacitățile de generare a fluxului de numerar ale unei companii . Ca urmare, cei mai buni candidați LBO tind să aibă nevoi limitate de investiții de capital. Cu toate acestea, o companie cu cerințe substanțiale de capitaluri poate reprezenta în continuare o oportunitate de investiție atractivă dacă are un profil de creștere puternic, marje de profit ridicate și strategia de afaceri este validată în timpul due diligence.

În timpul due diligence, sponsorul și consilierii săi se concentrează pe diferențierea acelor cheltuieli considerate necesare pentru a continua operarea afacerii („capex de întreținere”) de cele care sunt discreționare („capex de creștere”). Capexul de întreținere este capitalul necesar pentru a susține activele existente (de obicei, PP&E) la producția lor curentă

niveluri. Investițiile de creștere sunt utilizate în principal pentru achiziționarea de noi active sau pentru extinderea bazei de active existente. Prin urmare, capitalul de creștere poate fi redus sau

[129]Vânzarea țintei pentru un multiplu mai mare de EBITDA la ieșire (adică, achiziționarea țintei pentru 7,0x EBITDA și vânzarea acesteia pentru 8,0x EBITDA).

eliminat în cazul în care condițiile economice sau performanța operațională scad.

O bază puternică de active

O bază solidă de active gajate ca garanție împotriva unui împrumut îi avantajează pe creditori prin creșterea probabilității de recuperare a principalului în caz de faliment (și lichidare). Acest lucru, la rândul său, crește disponibilitatea lor de a furniza datorii către țintă. Baza de active a țintei este deosebit de importantă pe piața împrumuturilor cu efect de levier, unde valoarea activelor ajută la dictarea sumei datoriei bancare disponibile (a se vedea secțiunile „Finanțare LBO" pentru informații suplimentare). O bază puternică de active tinde, de asemenea, să însemne bariere mari la intrare din cauza investițiilor de capital substanțiale necesare, care servesc la descurajarea noilor intrați pe piețele țintă. În același timp, o companie cu active puține sau fără active poate fi totuși un candidat LBO atractiv, cu condiția să genereze un flux de numerar suficient.

Echipa de management dovedita

O echipă de management dovedită servește la creșterea atractivității (și a valorii) unui candidat LBO. Managementul talentat este esențial într-un scenariu LBO, având în vedere necesitatea de a opera într-o structură de capital cu efect de levier puternic, cu obiective de performanță ambițioase. Experiența anterioară de operare în astfel de condiții, precum și succesul în integrarea achizițiilor sau implementarea inițiativelor de restructurare sunt foarte apreciate de sponsori.

Pentru candidații LBO cu management puternic, sponsorul caută de obicei să mențină echipa existentă pe loc după achiziție. Este obișnuit ca managementul să rețină, să investească sau să i se acorde o participație semnificativă în capitalul propriu, astfel încât să își alinieze stimulentele din noua structură de proprietate cu cea a sponsorului. Alternativ, în acele cazuri în care managementul țintei este slab, sponsorii caută să adauge valoare făcând modificări cheie în echipa existentă sau instalând o nouă echipă pentru a conduce compania. În oricare dintre circumstanțe, o echipă de management puternică este esențială pentru a conduce performanța companiei în viitor și pentru a ajuta sponsorul să își atingă obiectivele de investiții.

ECONOMIA LBO-urilor

Analiza returnărilor – Rata internă de rentabilitate

Rata internă de rentabilitate (IRR) este indicatorul principal prin care sponsorii evaluează atractivitatea unui LBO potențial, precum și performanța investițiilor lor existente . IRR măsoară randamentul total al investiției în capitaluri proprii a unui sponsor, inclusiv orice contribuții suplimentare de capitaluri proprii făcute sau dividende primite în timpul orizontului de investiție. Este definită ca rata de actualizare care trebuie aplicată ieșirilor și intrărilor de numerar ale sponsorului pe parcursul orizontului de investiție pentru a produce o valoare actualizată netă (VAN) de zero. Deși calculul IRR poate fi efectuat cu un calculator financiar sau folosind funcția IRR din Microsoft Excel, este important să înțelegeți matematica de sprijin. Figura 4.4 afișează ecuația pentru calcularea IRR, presupunând un orizont de investiții de cinci ani.

ANEXA 4.4 Cronologie IRR

(Echitate Contribuţie) Anul 0	Dividend/ (Investiție) Anul 1	Dividend/ (Investiție) Anul 2	Dividend/ (Investiție) Anul 3	Dividend/ (Investiție) Anul 4	Dividende/ (Investiții)/ Încasări din Anul 5

$$-CF_0 + \frac{CF_1}{(1+IRR)} + \frac{CF_2}{(1+IRR)^2} + \frac{CF_3}{(1+IRR)^3} + \frac{CF_4}{(1+IRR)^4} + \frac{CF_5}{(1+IRR)^5} = 0.0$$

În timp ce mai mulți factori afectează decizia finală a unui sponsor de a urmări o achiziție potențială, confortul cu atingerea pragurilor acceptabile de IRR este critic. Sponsorii vizează în mod obișnuit randamente superioare față de investițiile alternative pentru LP-urile lor, cu un prag de 20% + servind istoric ca o „regulă generală". Acest prag, însă, poate crește sau scădea în funcție de condițiile pieței, de riscul perceput al unei investiții și de alți factori specifici situației.

Principalii factori IRR includ performanța financiară proiectată a țintei,[130] prețul de achiziție și structura finanțării (în special mărimea aportului de capital propriu), precum și multiplu de ieșire și anul. Așa cum era de așteptat, un sponsor încearcă să minimizeze prețul plătit și contribuția la capitalul propriu, câștigând în același timp un grad puternic de încredere în performanța financiară viitoare a țintei și capacitatea de a ieși la o evaluare suficientă.

În Figura 4.5, presupunem că un sponsor contribuie cu 250 de milioane USD de capital propriu (ieșire de numerar) la sfârșitul anului 0 ca parte a structurii de finanțare LBO și primește venituri din capitaluri proprii la vânzarea de 750 milioane USD (intrare de numerar) la sfârșitul anului 5. Acest scenariu produce un IRR de 24,6%, așa cum este demonstrat de VAN.

ANEXA 4.5 Exemplu de cronologie IRR

(Equity Contribution) Year 0	Dividend/ (Investment) Year 1	Dividend/ (Investment) Year 2	Dividend/ (Investment) Year 3	Dividend/ (Investment) Year 4	Dividend/ (Investment)/ Equity Proceeds Year 5

$$(\$250.0) + \frac{0.0}{(1+.246)} + \frac{0.0}{(1+.246)^2} + \frac{0.0}{(1+.246)^3} + \frac{0.0}{(1+.246)^4} + \frac{\$750.0}{(1+.246)^5} = 0.0$$

Analiza returnărilor – Returnarea numerarului

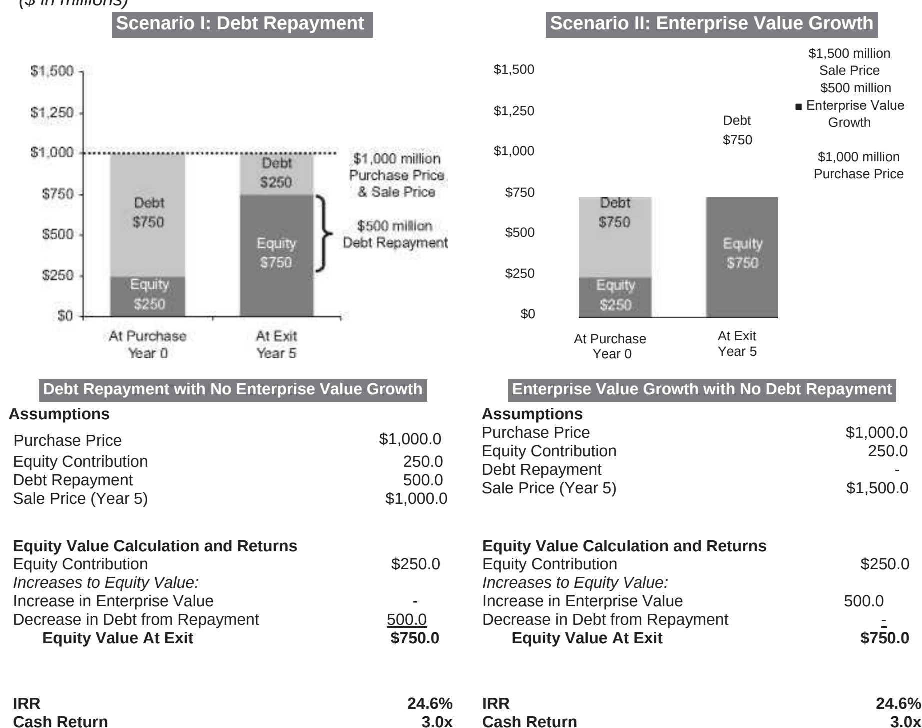
În plus față de IRR, sponsorii examinează și randamentele pe baza unui multiplu al investiției lor în numerar („randamentul în numerar"). De exemplu, presupunând că un sponsor contribuie cu 250 milioane USD din capitaluri proprii și primește venituri din capitaluri proprii de 750 milioane USD la sfârșitul orizontului de investiție, randamentul în numerar este de 3,0x (presupunând că nu există investiții sau dividende suplimentare în timpul perioadei). Cu toate acestea, spre deosebire de IRR, abordarea rentabilității numerarului nu ia în considerare valoarea în timp a banilor.

[130]Pe baza modelului sponsorului. Consultați Capitolul 5: Analiza LBO pentru informații suplimentare.

Cum LBO-urile generează profituri

LBO-urile generează profituri printr-o combinație de rambursare a datoriilor și creșterea valorii întreprinderii. Figura 4.6 ilustrează modul în care fiecare dintre aceste scenarii crește în mod independent valoarea capitalului propriu, presupunând că un sponsor cumpără o companie pentru 1.000 de milioane de dolari, folosind 750 de milioane de dolari de finanțare prin datorii (75% din prețul de achiziție) și o contribuție de capital de 250 de milioane de dolari (25% din prețul de cumpărare). În fiecare scenariu, randamentele sunt echivalente atât pe baza IRR, cât și pe baza rentabilității numerarului.

ANEXA 4.6 Cum LBO-urile generează profituri
($ in millions)



Debt Repayment with No Enterprise Value Growth

Assumptions	
Purchase Price	$1,000.0
Equity Contribution	250.0
Debt Repayment	500.0
Sale Price (Year 5)	$1,000.0
Equity Value Calculation and Returns	
Equity Contribution	$250.0
Increases to Equity Value:	
Increase in Enterprise Value	-
Decrease in Debt from Repayment	500.0
Equity Value At Exit	**$750.0**
IRR	**24.6%**
Cash Return	**3.0x**

Enterprise Value Growth with No Debt Repayment

Assumptions	
Purchase Price	$1,000.0
Equity Contribution	250.0
Debt Repayment	-
Sale Price (Year 5)	$1,500.0
Equity Value Calculation and Returns	
Equity Contribution	$250.0
Increases to Equity Value:	
Increase in Enterprise Value	500.0
Decrease in Debt from Repayment	-
Equity Value At Exit	**$750.0**
IRR	**24.6%**
Cash Return	**3.0x**

Scenariul I În scenariul I, presupunem că ținta generează un flux de numerar liber cumulat de 500 milioane USD, care este utilizat pentru rambursarea datoriilor în timpul orizontului de investiție. Rambursarea datoriilor crește valoarea capitalului propriu pe o bază dolar pentru dolar. Presupunând că sponsorul vinde ținta pentru 1.000 de milioane de dolari la ieșire, valoarea investiției în capitaluri proprii a sponsorului crește de la 250 de milioane de dolari la cumpărare la 750 de milioane de dolari, chiar dacă nu există o creștere a valorii întreprinderii a companiei. Acest scenariu produce un IRR de 24,6% (presupunând un orizont de investiții de cinci ani) cu un randament în numerar de 3,0x.

Scenariul II În Scenariul II, presupunem că ținta nu rambursează nicio datorie în timpul orizontului de investiție. Mai degrabă, toți banii generați de țintă (după plata cheltuielilor cu dobânda) sunt reinvestiți în afacere, iar sponsorul realizează o creștere de 50% a valorii întreprinderii prin vânzarea țintei pentru 1.500 milioane USD după cinci ani. Această creștere a valorii întreprinderii poate fi realizată prin creșterea EBITDA (de exemplu, organic

creștere, achiziții sau eficientizarea operațiunilor) și/sau realizarea expansiunii multiple a EBITDA.

Întrucât datoria reprezintă o creanță fixă asupra afacerii, valoarea suplimentară de 500 de milioane USD din valoarea întreprinderii se acumulează în întregime în valoarea capitalului propriu. Ca și în Scenariul I, valoarea investiției în capitaluri proprii a sponsorului crește de la 250 de milioane de dolari la 750 de milioane de dolari, dar de această dată fără nicio rambursare a datoriilor. În consecință, Scenariul II produce un IRR și un randament în numerar echivalent cu cele din Scenariul I (adică, 24,6% și, respectiv, 3,0x).

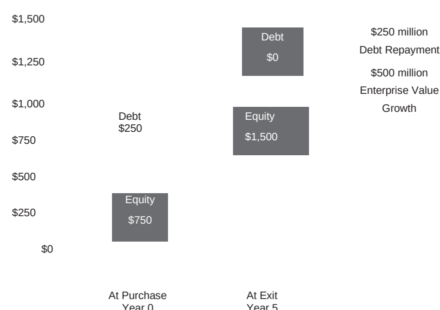
Cum este folosit efectul de pârghie pentru a spori randamentele

Conceptul de utilizare a pârghiei pentru a spori randamentele este fundamental pentru înțelegerea LBO-urilor. Presupunând o valoare fixă a întreprinderii la ieșire, utilizarea unui procent mai mare de datorie în structura de finanțare (și o contribuție de capital propriu mai mică în mod corespunzător) generează randamente mai mari. Figura 4.7 ilustrează acest principiu analizând randamentele comparative ale unui LBO finanțat cu datorii de 25% față de un LBO finanțat cu datorii de 75%. Un nivel mai ridicat de îndatorare oferă beneficiul suplimentar al unor economii mai mari de impozite realizate datorită deductibilității fiscale a unei sume mai mari a cheltuielilor cu dobânda.

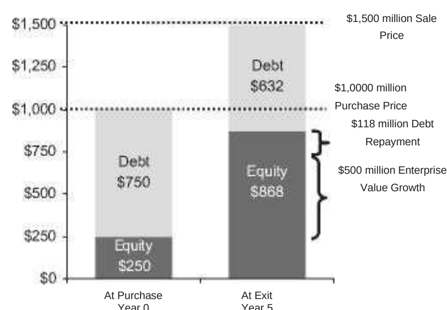
ANEXA 4.7 Cum este utilizat efectul de pârghie pentru a spori randamentele

($ în milioane)

Scenario III: LBO Financed with 25% Debt



Scenario IV: LBO Financed with 75% Debt



75% Equity Contribution / 25% Debt		25% Equity Contribution / 75% Debt	
Assumptions		**Assumptions**	
Purchase Price	$1,000.0	Purchase Price	$1,000.0
Equity Contribution	750.0	Equity Contribution	250.0
Cost of Debt	8.0%	Cost of Debt [a]	8.0%
Cumulative FCF (after debt service)	250.0	Cumulative FCF (after debt service)[b]	117.9
Sale Price (Year 5)	$1,500.0	Sale Price (Year 5)	$1,500.0
Equity Value and Returns		**Equity Value and Returns**	
Equity Contribution	$750.0	Equity Contribution	$250.0
Increases to Equity Value:		*Increases to Equity Value:*	
Increase in Enterprise Value	500.0	Increase in Enterprise Value	500.0
Decrease in Debt from Repayment	250.0	Decrease in Debt from Repayment	117.9
Equity Value At Exit	**$1,500.0**	**Equity Value At Exit**	**$867.9**
IRR	**14.9%**	**IRR**	**28.3%**
Cash Return	**2.0x**	**Cash Return**	**3.5x**

(a)In practice, the higher leverage in Scenario IV would require a higher blended cost of debt by investors versus Scenario III. For simplicity, we assume a constant cost of debt in this example.

(b)Reduced FCF in Scenario IV versus Scenario III reflects the incremental interest expense associated with the additional $500 million of debt, which results in less cash available for debt repayment.

Deși efectul de levier crescut poate fi utilizat pentru a genera randamente sporite, există anumite compromisuri clare. După cum sa discutat în Capitolul 3, un efect de levier mai mare crește profilul de risc al companiei (și probabilitatea de dificultăți financiare), limitând flexibilitatea financiară și făcând compania mai susceptibilă la crize economice sau economice.

Scenariul III În Scenariul III, presupunem că un sponsor cumpără ținta pentru 1.000 de milioane USD folosind datorii de 250 milioane USD (25% din prețul de achiziție) și contribuind cu 750 milioane USD din capitalul propriu (75% din prețul de achiziție). După cinci ani, ținta este vândută cu 1.500 de milioane de dolari, rezultând astfel o creștere de 500 de milioane de dolari a valorii întreprinderii (prețul de vânzare de 1.500 de milioane de dolari – preț de achiziție de 1.000 de milioane de dolari).

Pe parcursul orizontului investițional de cinci ani, presupunem că ținta generează un flux anual de numerar gratuit după plata cheltuielilor cu dobânzile de 50 milioane USD (250 milioane USD pe bază cumulată), care este utilizat pentru rambursarea datoriilor. După cum se arată în cronologia din Figura 4.8, obiectivul rambursează complet datoria de 250 de milioane de dolari până la sfârșitul anului 5.

Până la sfârșitul orizontului de investiții de cinci ani, contribuția inițială de capital de 750 de milioane de dolari a sponsorului este în valoare de 1.500 de milioane de dolari, deoarece nu mai există nicio datorie în structura capitalului. Acest scenariu generează un IRR de 14,9% și un randament în numerar de aproximativ 2,0x după cinci ani.

ANEXA 4.8 Scenariul III Termenul de rambursare a datoriilor

($ în milioane)

Scenariul III - 75% datorii / 25% capitaluri proprii	Year 0	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5
Equity Contribution	**($750.0)**					
Total Debt, beginning balance		$250.0	$200.0	$150.0	100,0 USD	50,0 USD
Free Cash Flow[a]		$50.0	$50.0	$50.0	50,0 USD	50,0 USD
Total Debt, ending balance	**$250.0**	**$200.0**	**$150.0**	**$100.0**	**50,0 USD**	**-**
Sale Price						1.500,0 USD
Less: Total Debt						(250,0)
Plus: Cumulative Free Cash Flow						250,0
Equity Value at Exit						**1.500,0 USD**
IRR						**14,9%**
Cash Return						**2,0x**

= Beginning Debt Balance$_{Year\ 1}$ - Free Cash Flow$_{Year\ 1}$
= $250.0 million - $50.0 million

(a) Fluxul anual de numerar gratuit este post serviciul datoriei pentru 250 de milioane USD de datorie. Cunoscut și sub denumirea de flux de numerar liber cu efect de pârghie sau numerar disponibil pentru rambursarea datoriilor (a se vedea capitolul 5).

Scenariul IV În Scenariul IV, presupunem că un sponsor cumpără aceeași țintă pentru 1.000 milioane USD, dar folosește 750 milioane USD din datorie (75% din prețul de achiziție) și contribuie cu 250 milioane USD din capitalul propriu (25% din prețul de achiziție). Ca și în Scenariul III, presupunem că ținta este vândută pentru 1.500 de milioane USD la sfârșitul anului 5. Cu toate acestea, fluxul de numerar gratuit anual este redus din cauza cheltuielilor anuale incrementale cu dobânzile pentru datoria suplimentară de 500 de milioane USD.

După cum se arată în Figura 4.9, în cadrul Scenariului IV, datoria suplimentară de 500 de milioane de dolari (750 de milioane de dolari - 250 de milioane de dolari) creează o cheltuială incrementală cu dobânda de 40 de milioane de dolari (24 de milioane de dolari după impozitare) în anul 1. Aceasta este calculată ca diferența de 500 de milioane de dolari înmulțită cu un cost asumat de 8% al datoriilor și apoi o marjă de impozitare asumată de 40%. Pentru fiecare an al

perioadei de proiecție, calculăm
cheltuiala incrementală cu dobânzile ca diferența dintre datoria totală (sold inițial) din scenariul III față de scenariul IV înmulțită cu 8% (4,8% după impozitare).

Până la sfârșitul anului 5, contribuția inițială de capital de 250 de milioane de dolari a sponsorului este în valoare de 867,9 milioane de dolari (prețul de vânzare de 1.500 de milioane de dolari – 632,1 milioane de dolari din datoria rămasă în structura capitalului). Acest scenariu generează un IRR de 28,3% și un randament în numerar de aproximativ 3,5x după cinci ani.

ANEXA 4.9 Scenariul IV Termenul de rambursare a datoriilor [a]

= Total Debt, beginning balance$_{Year\ 5}$ - Free Cash Flow, ending$_{Year\ 5}$
= $653.1 million - $21.0 million

= (Scenario IV Total Debt, beginning balance$_{Year\ 1}$ -
Scenario III Total Debt, beginning balance$_{Year\ 1}$) x Cost of Debt
= ($750.0 million - $250.0 million) x 8.0%

($ in millions)

Scenario IV - 25% Debt / 75% Equity	Year 0	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5
Equity Contribution	**($250.0)**					
Total Debt, beginning balance		$750.0	$724.0	$699.2	$675.5	$653.1
Free Cash Flow, beginning[b]		50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
Incremental Interest Expense		40.0	41.9	43.9	46.0	48.3
Interest Tax Savings		(16.0)	(16.8)	(17.6)	(18.4)	(19.3)
Free Cash Flow, ending		**$26.0**	**$24.8**	**$23.6**	**$22.4**	**$21.0**
Total Debt, ending balance	**$750.0**	**$724.0**	**$699.2**	**$675.5**	**$653.1**	**$632.1**
Sale Price						$1,500.0
Less: Total Debt						(750.0)
Plus: Flux de numerar gratuit cumulativ						117,9
Valoarea capitalului propriu la ieșire						**867,9 USD**
IRR						**28,3%**
Retur de numerar						**3,5x**

= - Incremental Interest Expense$_{Year\ 2}$ x Marginal Tax Rate
= ($41.9) million x 40.0%

[a] Folosește un an de început, spre deosebire de o abordare a soldului mediu al datoriei pentru calcularea cheltuielilor cu dobânzile (a se vedea capitolul 5).
[b] Postați serviciul datoriei pentru cele 250 de milioane USD din datoria din scenariul III.

STRATEGII PRIMARE DE IEȘIRE/MONETIZARE

Majoritatea sponsorilor își propun să iasă sau să-și monetizeze investițiile într-o perioadă de deținere de cinci ani, pentru a oferi profituri în timp util pentru LP-urile lor. Aceste returnări sunt de obicei realizate printr-o vânzare către o altă companie (denumită în mod obișnuit „vânzare strategică"), o vânzare către un alt sponsor sau o IPO. De asemenea, sponsorii pot extrage un profit înainte de ieșire printr-o recapitalizare a dividendelor. Decizia finală cu privire la momentul în care să monetizezi o investiție depinde totuși de performanța țintei, precum și de condițiile de piață predominante. În unele cazuri, cum ar fi atunci când ținta a avut rezultate deosebit de bune sau condițiile de piață sunt favorabile, ieșirea sau monetizarea poate avea loc în decurs de un an sau doi. Alternativ, sponsorul poate fi forțat să dețină o investiție mai mult decât se dorește, așa cum este dictat de performanța companiei sau de piață.

Până la sfârșitul orizontului de investiție, în mod ideal, sponsorul a crescut EBITDA țintei (de exemplu, prin creștere organică, achiziții și/sau profitabilitate crescută) și și-a redus datoria, crescând astfel substanțial valoarea capitalului țintă. De asemenea, sponsorul caută să obțină o expansiune multiplă la ieșire. Există mai multe strategii care vizează obținerea unui multiplu de ieșire mai mare, inclusiv o creștere a dimensiunii și amplorii țintei, îmbunătățiri operaționale semnificative, o repoziționare a

afacerea către segmente de industrie mai apreciate, o accelerare a ratei de creștere organică și/sau a profitabilității țintei și calendarul precis al unui sector ciclic sau al creșterii economice.

Mai jos, discutăm despre strategiile principale de ieșire/monetizare LBO pentru sponsorii financiari.

Vânzarea de afaceri

În mod tradițional, sponsorii au căutat să vândă companii din portofoliu cumpărătorilor strategici, care reprezintă de obicei cel mai puternic ofertant potențial datorită capacității lor de a realiza sinergii de la țintă și, prin urmare, de a plăti un preț mai mare. Cumpărătorii strategici pot beneficia, de asemenea, de un cost mai mic al capitalului și de un prag de rentabilitate mai scăzut. Cu toate acestea, proliferarea fondurilor de capital privat a făcut ca ieșirile prin vânzare către un alt sponsor să fie din ce în ce mai comune la mijlocul anilor 2000. Mai mult, în timpul piețelor puternice de finanțare a datoriei din această perioadă, sponsorii au putut folosi niveluri ridicate de levier și termeni generoși de îndatorare pentru a susține prețuri de cumpărare competitive cu (sau chiar peste) cele oferite de cumpărătorii strategici.

Ofertă publică inițială

Într-o ieșire la IPO, sponsorul vinde publicului o parte din acțiunile sale din țintă. După IPO, sponsorul păstrează în mod obișnuit cea mai mare cotă de acțiuni în țintă, înțelegând că o ieșire completă va veni prin viitoare oferte de acțiuni ulterioare sau o eventuală vânzare a companiei. Prin urmare, spre deosebire de o vânzare totală, o IPO, în general, nu oferă sponsorului o monetizare inițială completă. În același timp, IPO oferă sponsorului o piață lichidă pentru investiția de capital rămasă, păstrând totodată și oportunitatea de a împărtăși orice potențial de creștere viitor. În plus, în funcție de condițiile pieței de capital, un IPO poate oferi o primă de evaluare convingătoare unei vânzări definitive.

Recapitalizarea dividendelor

Deși nu este o adevărată „strategie de ieșire”, o recapitalizare a dividendelor („recapitalizarea dividendelor”) oferă sponsorului o opțiune viabilă pentru monetizarea unei părți considerabile a investiției sale înainte de ieșire. Într-o recapitulare a dividendelor, ținta strânge venituri prin emiterea de datorii suplimentare pentru a plăti acționarilor un dividend. Datoria incrementală poate fi emisă sub forma unui „complet” la facilitățile de credit și/sau obligațiunile existente ale ținteі, un nou titlu la nivelul HoldCo [131]sau ca parte a unei refinanțări complete a structurii de capital existente. O recapitulare a dividendelor oferă sponsorului avantajul suplimentar de a păstra 100% din poziția sa de proprietar existentă în țintă, păstrând astfel capacitatea de a împărtăși orice potențial de creștere viitor și opțiunea de a urmări o vânzare sau IPO la o dată viitoare. În funcție de mărimea dividendului, sponsorul poate fi capabil să recupereze toată (sau mai mult decât) investiția sa inițială în capitaluri proprii.

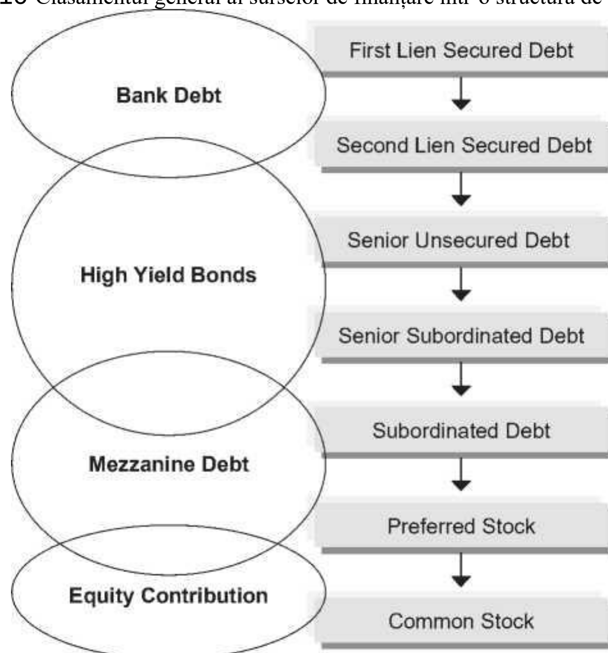
[131]Obligațiile de atragere a datoriilor și de plăți restricționate în datoria existentă la nivelul companiei de operare („OpCo”) țintă limitează adesea în mod substanțial atât datoria suplimentară, cât și capacitatea de a plăti un dividend către acționari (a se vedea Anexele 4.22 și 4.23). Prin urmare, recapitularea dividendelor implică deseori emiterea unui nou titlu de valoare la nivel de holding („HoldCo”), care nu este supus acordurilor OpCo existente.

FINANȚARE LBO: STRUCTURA

Într-un LBO tradițional, datoria a cuprins în mod obișnuit 60% până la 70% din structura de finanțare , restul prețului de cumpărare fiind finanțat printr-o contribuție la capitaluri proprii din partea unui sponsor (sau a unui grup de sponsori) și a capitalului propriu rulat/contribuit de la conducere. Având în vedere efectul de levier inerent ridicat asociat cu un LBO, diferitele componente ale datoriei din structura capitalului sunt de obicei considerate non-investment grade sau evaluate „Ba1" și mai jos de către Moody's Investor Service și „BB + " și mai jos de către Standard and Poor's (a se vedea Capitolul 1, Anexa 1.23 pentru o scară de rating). Porțiunea de datorie a structurii de finanțare LBO poate include o gamă largă de împrumuturi, titluri de valoare sau alte instrumente de datorie cu termeni și condiții diferiți care atrag diferite clase de investitori.

Am grupat tipurile primare de surse de finanțare LBO în categoriile prezentate în Planșa 4.10, corespunzătoare clasamentului lor relativ în structura capitalului.

EXHIBITUL 4.10 Clasamentul general al surselor de finanțare într-o structură de capital LBO



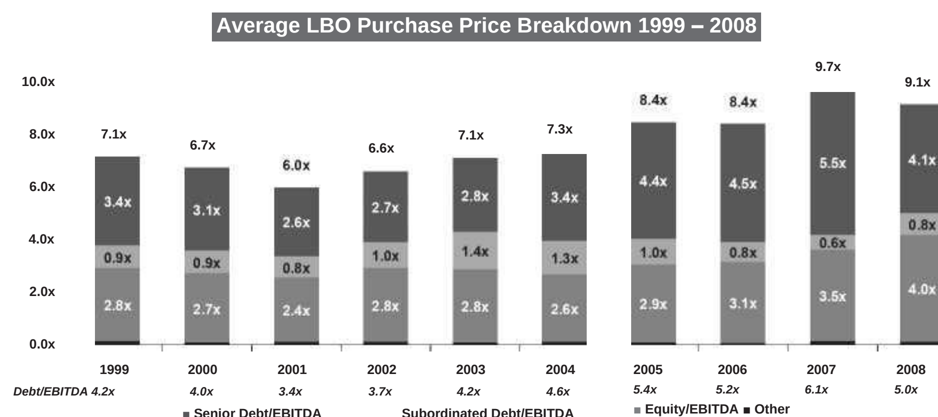
Ca regulă generală, cu cât un anumit instrument de datorie se situează mai sus în ierarhia structurii capitalului, cu atât riscul acestuia este mai scăzut și, în consecință, costul capitalului său pentru debitor/emitent este mai scăzut. Cu toate acestea, costul capitalului tinde să fie invers legat de flexibilitatea permisă de instrumentul de datorie aplicabil. De exemplu, datoria bancară reprezintă de obicei cea mai puțin costisitoare formă de finanțare LBO. În același timp, datoria bancară este garantată prin diferite forme de garanție și guvernată de obligații *de întreținere* care impun debitorului să „mențină" un profil de credit desemnat prin respectarea anumitor indicatori financiari (a se vedea Figura 4.22).

În perioada 1999-2008, structura medie de finanțare LBO a variat substanțial în ceea ce privește nivelurile de levier, multiplu de achiziție, procentul de capital provenit din fiecare clasă de datorii și procentul de contribuție la capital. După cum se arată în Figura 4.11, prețul mediu

de achiziție LBO și multiplii efectului de levier au crescut dramatic

during the 2001 to 2007 period. This resulted from changes in the prevailing capital markets conditions and investor landscape, including the proliferation of private investment vehicles (e.g., private equity funds and hedge funds) and structured credit vehicles such as CDOs.

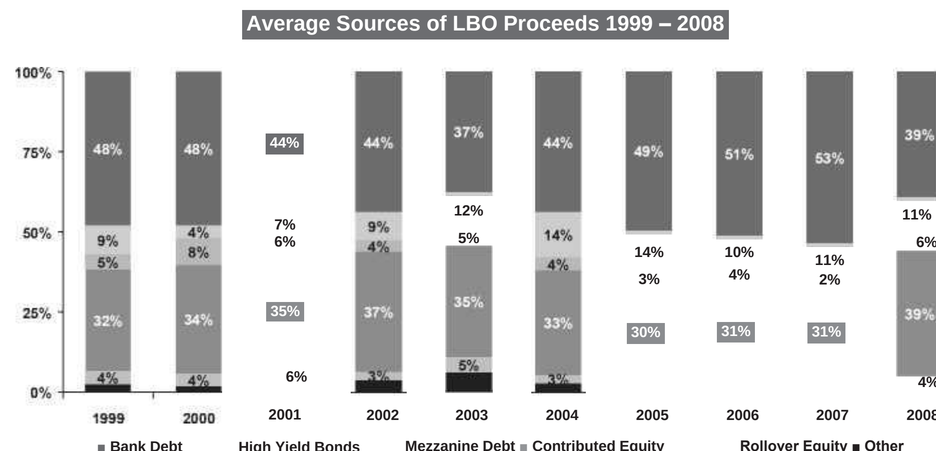
EXHIBIT 4.11 Average LBO Purchase Price Breakdown 1999 – 2008



Source: Standard & Poor's Leveraged Commentary & Data Group
Note: Prior to 2003, excludes media, telecommunications, energy, and utility transactions. Thereafter, all outliers, regardless of the industry, are excluded. 2008 includes deals committed to in 2007 (during the credit boom) that closed in 2008.
Senior debt includes bank debt, 2nd lien debt, senior secured notes, and senior unsecured notes.
Subordinated includes senior and junior subordinated debt.
Equity includes HoldCo debt/seller notes, preferred stock, common stock, and rolled equity.
Other is cash and any other unclassified sources.

However, beginning in the second half of 2007, credit market conditions deteriorated dramatically stemming from the subprime mortgage crisis. As shown in Exhibit 4.11, the average LBO leverage level decreased from 6.1x in 2007 to 5.0x in 2008. Correspondingly, the average LBO's percentage of contributed equity increased from 31% to 39% during the same time period (see Exhibit 4.12).

EXHIBIT 4.12 Average Sources of LBO Proceeds 1999 – 2008

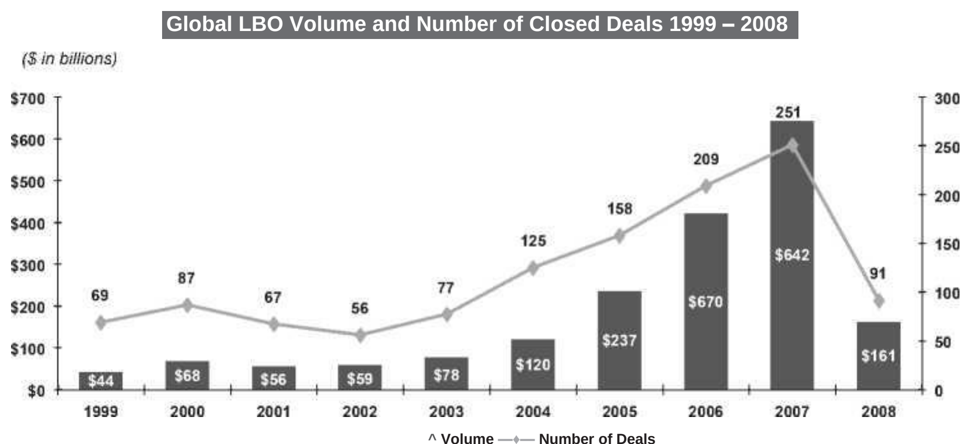


Sursa: Standard & Poor's Leveraged Commentary & Data Group
Notă: capitalurile proprii includ datoria HoldCo/bancurile vânzătorului, acțiunile preferate și acțiunile

comune.

În plus, volumul de dolari LBO și numărul de tranzacții încheiate au scăzut considerabil în 2008 față de nivelurile fără precedent din 2006 și 2007 (a se vedea Figura 4.13).

EXHIBIT 4.13 Global LBO Volume and Number of Closed Deals 1999 – 2008

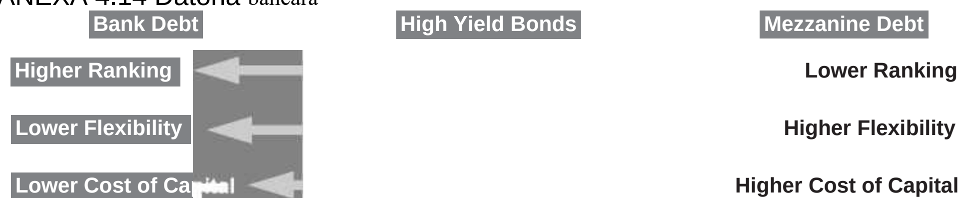


Source: Thomson Reuters SDC Platinum
Excludes deals under $250 million in enterprise value.

FINANȚARE LBO: SURSE PRIMARARE

Datoria bancara

ANEXA 4.14 Datoria bancară



Datoria bancară este o parte integrantă a structurii de finanțare LBO, servind în mod constant ca o sursă substanțială de capital (după cum se arată în Figura 4.12). Denumită și „facilități de credit garantate senior”, aceasta constă de obicei dintr-o facilitate de credit revolving (care poate fi împrumutată, rambursată și împrumutată) și una sau mai multe tranșe de împrumut pe termen (care nu pot fi împrumutate odată rambursate). Facilitatea de credit revolving poate lua forma unui revolver tradițional de „flux de numerar” [132]sau a unei facilitati de creditare bazată pe active (ABL). [133]Datoria bancară este emisă pe piața privată și, prin urmare, nu este supusă SEC reglementări și cerințe de divulgare. [134]Cu toate acestea, are acorduri restrictive care impun

[132]Creditorii de la facilitate se concentrează pe capacitatea debitorului de a acoperi serviciul datoriei prin generarea de fluxuri de numerar.
[133]Creditorii facilității se concentrează pe valoarea de lichidare a activelor care cuprind baza de împrumut a facilității, de obicei, conturile de creanță și stocurile (a se vedea Figura 4.15).
[134]Ca instrument de piață privată, datoria bancară nu este supusă Legii privind valorile mobiliare din 1933 și Legii privind schimbul de valori mobiliare din 1934, care impun raportarea publică periodică a informațiilor financiare și de altă natură.

debitorului să respecte anumite prevederi și teste financiare pe toată durata de viață a facilității (a se vedea Anexa 4.22).

Datoria bancară poartă de obicei dobândă (plătibilă trimestrial) la o anumită rată de referință, de obicei LIBOR sau Rata de bază, [135]plus o marjă aplicabilă („spread”) bazată pe creditul debitorului. Acest tip de datorie este adesea denumit *rată variabilă* din cauza faptului că costul îndatorării variază în funcție de modificările ratei de referință subiacente. În plus, spread-ul poate fi ajustat în jos (sau în sus) dacă este legat de o grilă bazată pe performanță, bazată pe rata de levier sau ratingurile de credit ale împrumutatului.

Facilitate de credit revolving O facilitate tradițională de credit revolving flux de numerar („revolver”) este o linie de credit acordată de o bancă sau un grup de bănci care permite - împrumutatului să tragă sume diferite până la o limită agregată specificată pentru o perioadă de timp specificată. Este unic prin faptul că sumele împrumutate pot fi liber rambursate și împrumutate pe durata facilității, sub rezerva condițiilor convenite, stabilite într-un contract de credit [136](a se vedea Anexa 4.22). Majoritatea companiilor utilizează un revolver sau un acord de creditare echivalent pentru a furniza lichidități în curs de desfășurare pentru nevoile sezoniere de capital de lucru, cheltuieli de capital, acreditive (LC) [137]și alte scopuri corporative generale. Un revolver poate fi, de asemenea, utilizat pentru a finanța o parte din prețul de cumpărare într-un LBO, deși de obicei este netras la încheiere.

Revolverele sunt de obicei aranjate de una sau mai multe bănci de investiții și apoi sindicalizate unui grup de bănci comerciale și companii financiare. Pentru a compensa creditorii pentru că au pus această linie de credit la dispoziția împrumutatului (care poate fi utilizată sau nu și oferă o rentabilitate mai puțin atractivă atunci când nu este finanțată), se percepe o *taxă anuală nominală de angajament* pe partea netrasă a facilității.[138]

Revolverul este, în general, cea mai puțin costisitoare formă de capital din structura de finanțare LBO, în mod obișnuit cu prețul la, sau ușor sub, spread-ul împrumutului pe termen. În schimbul costului scăzut al revolverului, împrumutatul trebuie să sacrifice o oarecare flexibilitate. De exemplu, creditorii solicită, în general, o garanție de primă prioritate („garant”)

[135]Rata de bază este cel mai adesea definită ca o rată egală cu cea mai mare dintre rata principală sau rata fondurilor federale plus 1/2 din 1%.

[136]Contractul legal dintre debitor și creditorii săi care reglementează datoria bancară. Acesta conține definiții cheie, termeni, declarații și garanții, acorduri, evenimente de neplată și alte prevederi diverse.

[137]Un LC este un document emis unui beneficiar specificat care garantează plata de către un creditor „emitent” conform contractului de credit. LC-urile reduc disponibilitatea revolverului.

[138]Comisionul este evaluat în mod continuu și se acumulează zilnic, de obicei la o rată anuală de până la 50 de puncte de bază (bps), în funcție de creditul împrumutatului. De exemplu, un revolver netras de 100 de milioane de dolari ar avea de obicei o taxă anuală de angajament de 50 bps sau 500.000 de dolari (100 de milioane de dolari x 0,50%). Presupunând că utilizarea zilnică medie a revolverului (inclusiv sumele restante LC) este de 25 milioane USD, taxa anuală de angajament ar fi de 375.000 USD ((100 milioane USD — 25 milioane USD) x 0,50%). Pentru orice parte trasă a revolverului, împrumutatul plătește dobândă pentru acea sumă în dolari la LIBOR sau Rata de bază plus un spread. În măsura în care disponibilitatea revolverului este redusă de LC-uri restante, împrumutatul plătește o taxă pentru suma în dolari a LC-urilor restante netrasate la marja totală, dar nu plătește LIBOR sau Rata de bază. Băncile pot primi, de asemenea, o *taxă în avans* la închiderea inițială a revolverului și împrumuturi pe termen(e) pentru a stimula participarea.

asupra anumitor active [139]ale împrumutatului [140](împărtășită cu facilitățile de împrumut pe termen) și respectarea diferitelor acorduri. Primul drept de garantare oferă creditorilor mai mult confort prin acordarea creanțelor lor cu o prioritate mai mare în cazul falimentului în raport cu obligațiile datorate creditorilor cu prioritate a doua și creditorilor negarantați (a se vedea „Garanția"). Standardul istoric al pieței pentru revolverele LBO a fost un termen („tenor") de cinci până la șase ani, fără o reducere programată a sumei angajate a unor astfel de facilități înainte de scadență.

Facilitatea de creditare bazată pe active O facilitate ABL este un tip de facilitate de credit revolving care este disponibilă companiilor cu active intensive. Facilitățile ABL sunt garantate printr-un drept de primă prioritate asupra tuturor activelor curente (de obicei, conturile de creanță și stocurile) ale împrumutatului și pot include o a doua garanție prioritară asupra tuturor celorlalte active (de obicei, PP&E). Ele sunt utilizate mai frecvent de companiile cu conturi de încasat și stocuri importante și nevoi variabile de capital de lucru care operează în afaceri sezoniere sau ciclice. De exemplu, instalațiile ABL sunt utilizate de comercianții cu amănuntul, producătorii și distribuitorii selectați de mărfuri (de exemplu, produse chimice, produse forestiere și oțel), producători și întreprinderile de închiriere de echipamente.

Facilitățile ABL sunt supuse unei formule *de bază de împrumut* care limitează disponibilitatea pe baza conturilor „eligibile" de încasat, stocuri și, în anumite circumstanțe, active fixe, bunuri imobiliare sau alte active mai specializate ale împrumutatului, toate acestea fiind gajate ca garanție. Suma maximă disponibilă pentru împrumut în cadrul unei facilități ABL este limitată de mărimea bazei de împrumut la un moment dat. În timp ce formula de bază de împrumut variază în funcție de împrumutatul individual, un exemplu comun este prezentat în Figura 4.15.

ANEXA 4.15 Formula de bază de împrumut ABL

Baza de împrumut ABL = 85% x Conturi de încasat eligibile + 60% [(a)] x Inventar eligibil

[(a)] Pe baza a 85% din valoarea netă de lichidare ordonată evaluată (încasările nete așteptate dacă stocul este lichidat) determinată de o firmă terță.

Facilitățile ABL oferă creditorilor anumite protecții suplimentare care nu se regăsesc în revolverele tradiționale ale fluxului de numerar, cum ar fi cerințele periodice de raportare a garanțiilor și evaluări. În plus, activele care asigură ABL-uri (cum ar fi conturile de creanță și stocurile) sunt de obicei mai ușor de monetizat și de transformat în numerar în caz de faliment. Ca atare, spread-ul ratei dobânzii la o facilitate ABL este mai mică decât cea a unui revolver de flux de numerar pentru același credit. Având în vedere că se bazează pe o bază de împrumut ca garanție, facilitățile ABL au în mod tradițional doar un singur instrument financiar „de primăvară".

legământ. [141]Datoria bancară tradițională, prin contrast, are mai multe acorduri de întreținere

[139]De exemplu, în activele corporale și necorporale ale împrumutatului, inclusiv capitalul social al filialelor.
[140]La fel și filialele sale interne (în majoritatea cazurilor).
[141]Convenția financiară tradițională este un *raport de acoperire a taxelor fixe* de 1,0x și este testat numai dacă „disponibilitatea în exces" scade sub un anumit nivel (de obicei, 10% până la 15% din facilitatea ABL).

financiară care restricționează împrumutatul. Tenorul tipic al unui revolver ABL este de cinci ani.

Facilități de împrumut pe termen

Un împrumut la termen („împrumut cu efect de levier", atunci când nu este de calitate pentru investiții) este un împrumut cu o scadență specificată care necesită rambursarea principalului („amortizare") conform unui program definit, de obicei trimestrial. Asemenea unui revolver, un împrumut tradițional pe termen pentru o finanțare LBO este structurat ca o obligație de primă datorie [142]și necesită debitorului să mențină un anumit profil de credit prin respectarea obligațiilor de întreținere financiară cuprinse în contractul de credit. Spre deosebire de un revolver, totuși, un împrumut pe termen este finanțat integral la data închiderii și odată ce principalul este rambursat, nu poate fi reîmprumutat. Împrumuturile la termen sunt clasificate printr-o literă de identificare, cum ar fi „A", „B", „C" etc., în conformitate cu baza creditorilor, graficul de amortizare și termenii.

Amortizare împrumuturi pe termen „A" împrumuturi pe termen („Term Loan A" sau „TLA") sunt denumite în mod obișnuit „împrumuturi cu amortizare pe termen" deoarece necesită de obicei o rambursare substanțială a principalului pe toată durata împrumutului. [143]Împrumuturile la termen cu amortizare anuală necesară semnificativă sunt percepute de către creditori ca fiind mai puțin riscante decât cele cu rambursări *minime* obligatorii a capitalului pe durata împrumutului, datorită duratei lor medii mai scurte. În consecință, TLA-urile sunt adesea împrumuturile la termen cu cel mai mic preț din structura capitalului. TLA-urile sunt sindicate băncilor comerciale și companiilor financiare împreună cu revolverul și sunt adesea denumite tranșe „pro rata", deoarece creditorii se angajează de obicei să respecte procente egale („ratabile") din revolver și TLA în timpul sindicalizării. TLA-urile din structurile de finanțare LBO au de obicei un termen care se termină simultan („co-terminal") cu revolverul.

Împrumuturi pe termen instituțional Împrumuturile pe termen „B" („Împrumut pe termen B" sau „TLB"), care sunt denumite în mod obișnuit „împrumuturi pe termen instituțional", sunt mai răspândite decât TLA-urile în finanțările LBO. Acestea sunt de obicei mai mari ca mărime decât TLA-urile și vândute investitorilor instituționali (de multe ori aceiași investitori care cumpără obligațiuni cu randament ridicat) mai degrabă decât băncilor. Clasa de investitori instituționali preferă împrumuturile neamortizate cu scadențe mai lungi și cupoane mai mari. Ca rezultat, TLB-urile se amortizează în general la o rată nominală (de exemplu, 1% pe an) cu o plată globală la scadență. [144]TLB-urile sunt de obicei structurate pentru a avea un termen mai

Disponibilitatea în exces este egală cu cea mai mică dintre facilitatea ABL sau baza de împrumut minus, în fiecare caz, sumele restante din cadrul facilității.

[142]*Pari passu* (sau pe bază de egalitate) cu revolverul, care dă dreptul creditorilor la termen la un drept egal de rambursare în cazul falimentului împrumutatului.

[143]Un program de rambursare obligatoriu pentru un TLA emis la sfârșitul anului 2008 cu o scadență de șase ani ar putea fi structurat după cum urmează: 2009: 10%, 2010: 10%, 2011: 15%, 2012: 15%, 2013: 25%, 2014%. Un alt exemplu ar putea fi: 2009: 0%, 2010: 0%, 2011: 5%, 2012: 5%, 2013: 10%, 2014: 80%. Programul de amortizare este de obicei stabilit trimestrial.

[144]O rambursare mare a principalului la scadență, care este standard printre împrumuturile instituționale la termen. Un program de amortizare obligatoriu tipic pentru un TLB emis la sfârșitul anului 2008 cu o scadență de șapte ani ar fi următorul: 2009: 1%, 2010: 1%, 2011: 1%, 2012: 1%, 2013:
1%, 2014: 1%, 2015: 94%. La fel ca TLA-urile, programul de amortizare pentru împrumuturile pe termen B este de obicei stabilit trimestrial. Rambursarea importantă a principalului din 2015 este denumită un

lung decât revolverul și orice TLA, deoarece creditorii băncilor preferă să aibă datoria lor.

glonț.

matur înainte de TLB. Prin urmare, un tenor pentru TLB de până la șapte (sau uneori șapte ani și jumătate) a fost istoric standard de piață pentru LBO.

Împrumuturi pe termen al doilea garanție Emiterea de împrumuturi pe termen al doilea garanție [145]pentru finanțarea LBO-urilor a devenit din ce în ce mai răspândită în timpul boom-ului creditului de la mijlocul anilor 2000. Un al doilea împrumut pe termen de garanție este un împrumut cu rată variabilă care este garantat printr-o garanție prioritară a doua asupra activelor împrumutatului. Se clasează sub prima garanție prioritară în activele împrumutatului care beneficiază de un revolver, TLA și TLB. În cazul falimentului (și lichidării), creditorii secundari cu garanție au dreptul la rambursare din veniturile vânzărilor de garanții după ce aceste venituri au fost aplicate mai întâi pentru creanțele creditorilor de primă garanție, dar înainte de orice cerere la creanțe negarantate.[146] Spre deosebire de împrumuturile pe termen de primă garanție, împrumuturile pe termen de al doilea garanție, în general, nu se amortizează.

Pentru debitori, împrumuturile pe termen al doilea garanție oferă o alternativă la instrumentele de datorie junior mai tradiționale, cum ar fi obligațiunile cu randament ridicat și datoria mezanin. Spre deosebire de obligațiunile tradiționale cu randament ridicat, de exemplu, împrumuturile pe termen al doilea garanție oferă debitorilor o opționalitate superioară de plată anticipată și fără cerințe permanente de dezvăluire publică. Ele pot fi, de asemenea, emise într-o dimensiune mai mică decât obligațiunile cu randament ridicat, care au, de obicei, o sumă minimă de emisie de 125 până la 150 milioane USD, datorită dorinței investitorilor de a tranzacționa lichiditate. În funcție de împrumutat și de condițiile pieței, împrumuturile pe termen secundar pot oferi, de asemenea, un cost al capitalului mai mic. Cu toate acestea, ele poartă, de obicei, povara acordurilor financiare, deși moderat mai puțin restrictive decât datoria de prim drept. Pentru investitori, care includ în mod obișnuit fonduri speculative și CDO, împrumuturile pe termen al doilea garanție oferă mai puțin risc (datorită statutului garantat) decât obligațiunile tipice cu randament ridicat, în timp ce plătesc un cupon mai mare decât datoria cu titlu de garanție.

Obligațiuni cu randament ridicat

ANEXA 4.16 Obligațiuni cu randament ridicat



Obligațiunile cu randament ridicat sunt titluri de creanță non-investment grade care obligă emitentul să plătească dobânzi deținătorilor de obligațiuni la intervale regulate definite (de obicei, pe o bază semestrială) și să ramburseze principalul la o dată de scadență stabilită, de obicei șapte până la zece ani de la emitere. Spre deosebire de împrumuturile la termen, obligațiunile cu randament ridicat nu se amortizează cu întregul principal datorat ca plată globală la scadență. Datorită

[145]Obligațiunile cu randament ridicat pot fi, de asemenea, structurate cu un al doilea drept.
[146]Termenii și drepturile exacte dintre prima și cea de-a doua împrumutători ai garanției sunt stabilite într-un acord între creditori.

poziția lor mai mică, de obicei negarantată în structura capitalului, scadențe mai lungi și acorduri *de asumare mai puțin restrictive* , așa cum sunt stabilite într-un contract (a se vedea Planșa 4.23), [147]obligațiunile cu randament ridicat prezintă un cupon mai mare decât datoria bancară pentru a compensa investitorii pentru riscul mai mare.

Obligațiunile cu randament ridicat plătesc în mod obișnuit dobândă la o *rată fixă,* care este evaluată la emitere pe baza unui spread la un Trezorerie de referință. După cum sugerează și numele, o rată fixă înseamnă că rata dobânzii este constantă pe întreaga maturitate. În timp ce obligațiunile cu randament ridicat pot fi structurate cu un cupon cu rată variabilă, acest lucru nu este obișnuit pentru finanțările LBO. Obligațiunile cu randament ridicat sunt de obicei structurate ca senior negarantate, senior subordonate sau, în anumite circumstanțe, senior securizate (primul drept, al doilea sau chiar al treilea).

În mod tradițional, obligațiunile cu randament ridicat au fost un pilon principal în finanțările LBO. Folosite împreună cu datoria bancară, obligațiunile cu randament ridicat permit sponsorilor să crească substanțial nivelurile de levier dincolo de cele disponibile doar pe piața creditelor cu efect de levier. Acest lucru permite sponsorilor să plătească un preț de cumpărare mai mare și/sau să reducă contribuția la capital . În plus, obligațiunile cu randament ridicat oferă emitenților o mai mare flexibilitate decât datoria bancară, datorită acordurilor lor de asumare mai puțin restrictive (și absenței obligațiilor de întreținere), scadențe mai lungi și lipsă de amortizare obligatorie. Un factor de compensare, totuși, este că obligațiunile cu randament ridicat au caracteristici non-call (a se vedea Anexa 4.21) care pot avea un impact negativ asupra strategiei de ieșire a unui sponsor.

De obicei, obligațiunile cu randament ridicat sunt vândute inițial către cumpărători instituționali calificați (QIB) [148]printr-un plasament privat în conformitate cu Regula 144A din Actul Securities Act din 1933. Ele sunt apoi înregistrate la SEC în termen de un an de la emitere, astfel încât să poată fi tranzacționate pe o piață deschisă. Vânzarea privată către QIB-uri accelerează vânzarea inițială a obligațiunilor, deoarece înregistrarea SEC, care implică revizuirea declarației de înregistrare de către SEC, poate dura câteva săptămâni sau luni. Odată ce revizuirea documentației de către SEC este finalizată, emitentul efectuează o ofertă de schimb în conformitate cu care investitorii schimbă obligațiunile neînregistrate cu titluri de valoare înregistrate. După înregistrare, emitentul este supus cerințelor SEC de divulgare (de exemplu, depunerea de 10-K, 10-Q, 8-K, etc).

O caracteristică a pieței cu randament ridicat care a predominat în LBO în timpul boom-ului creditului de la mijlocul anilor 2000 a fost utilizarea unui comutator de plată în natură (PIK) pentru plățile dobânzilor. [149]Comutatorul PIK permite unui emitent să aleagă să plătească dobândă PIK (adică, sub formă de note suplimentare) în loc de dobândă în numerar. Această opționalitate oferă emitentului capacitatea de a păstra numerarul în perioade de afaceri sau condiții economice dificile, în special în primii ani ai perioadei de investiție, când efectul de

[147]Contractul legal încheiat de un emitent și un administrator corporativ (care acționează în numele deținătorilor de obligațiuni) care definește drepturile și obligațiile emitentului și ale creditorilor săi cu privire la o emisiune de obligațiuni. Similar unui contract de credit pentru datoria bancară, un contract stabilește convențiile și alți termeni ai unei emisiuni de obligațiuni.

[148]Ca parte a regulii 144A, SEC a creat o altă categorie de investitori sofisticați din punct de vedere financiar, cunoscuți ca cumpărători instituționali calificați sau QIB. Regula 144A oferă o scutire de siguranță de la cerințele federale de înregistrare pentru revânzarea valorilor mobiliare restricționate către QIB-uri. QIB-urile sunt, în general, instituții sau alte entități care, în ansamblu, dețin și investesc (în mod discreționar) cel puțin 100 milioane USD în titluri de valoare.

[149]Notele de comutare PIK sunt rare (sau inexistente) în condițiile pieței de credit mai normalizate.

levier.

este cel mai înalt. Dacă emitentul alege să plătească dobândă PIK în loc de numerar, cuponul crește de obicei cu 75 bps.

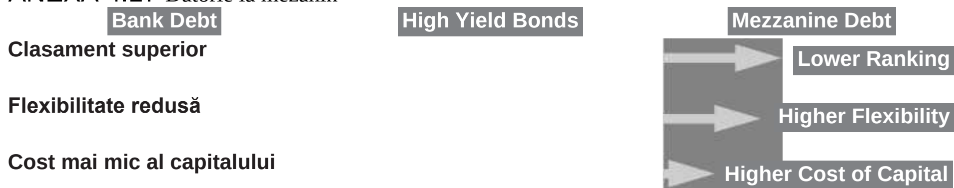
Împrumuturi punte O facilitate de împrumut punte („punte”) este o finanțare intermediară, angajată, oferită împrumutatului pentru a „pune” la emiterea de capital permanent, cel mai adesea obligațiuni cu randament ridicat (titlurile de valoare „excluse”). Într-un LBO, băncile de investiții se angajează de obicei să ofere finanțare pentru datoria bancară și o facilitate de împrumut punte. Puntea ia de obicei forma unui împrumut pe termen negarantat, care este finanțat doar dacă titlurile de valoare nu pot fi emise și vândute până la închiderea LBO.

Împrumuturile-punte sunt deosebit de importante pentru finanțările LBO datorită nevoii sponsorului de a oferi siguranța finanțării vânzătorului. Finanțarea punte oferă confortul că contraprestația de cumpărare va fi finanțată chiar și în cazul în care condițiile de piață pentru titlurile de valoare se deteriorează între semnarea și închiderea tranzacției (sub rezerva oricăror condiții prealabile încheierii enumerate în contractul definitiv (a se vedea Capitolul 6, Anexa 6.10) sau în scrisoarea de angajament). Dacă este finanțat, împrumutul punte poate fi înlocuit cu titluri de valoare la o dată viitoare, dacă piețele o permit.

În practică însă, împrumutul punte este rareori destinat a fi finanțat, servind doar ca finanțare de ultimă instanță. Din perspectiva sponsorului, împrumutul punte este o alternativă de finanțare potențial costisitoare datorită taxelor suplimentare care trebuie plătite aranjatorilor. [150]Rata dobânzii la un împrumut punte crește, de obicei, periodic, cu cât acesta este restante până când atinge plafonul (rata maximă a dobânzii). Băncile de investiții care oferă împrumutul punte speră, de asemenea, că puntea rămâne nefinanțată, deoarece leagă capitalul și crește expunerea la creditul împrumutatului. Pentru a atenua riscul de a finanța o punte, aranjatorii principali caută adesea să sindicalizeze tot sau o parte din angajamentul de împrumut punte înainte de închiderea tranzacției.

Datorie la mezanin

ANEXA 4.17 Datorie la mezanin



După cum sugerează și numele, datoria mezanin se referă la un strat de capital care se află între datoria tradițională și capitalul propriu. Datoria mezanin este un instrument foarte negociat între emitent și investitori, care este adaptat pentru a răspunde nevoilor de finanțare ale

tranzacție specifică și randamentele necesare investitorilor. Ca atare, datoria mezanin permite o mare flexibilitate în structurarea termenilor propice atât emitentului, cât și investitorului.

[150]Băncilor de investiții li se plătește o taxă de angajament pentru aranjarea facilității de împrumut punte, indiferent dacă puntea este finanțată. În cazul în care puntea este finanțată, băncile și creditorii primesc o *taxă de finanțare suplimentară* . În plus, dacă puntea rămâne nerezolvată după un an, împrumutatul plătește și o *taxă de conversie* .

Pentru sponsori, datoria mezzanin oferă capital incremental la un cost sub cel al capitalului propriu, ceea ce le permite să extindă nivelurile de levier și prețul de cumpărare atunci când sursele alternative de capital sunt inaccesibile. De exemplu, datoria mezanin poate servi pentru a înlocui sau completa finanțarea cu randament ridicat atunci când piețele sunt nefavorabile sau chiar inaccesibile (de exemplu, pentru companiile mai mici ale căror nevoi de dimensiune sunt sub pragurile minime ale pieței obligațiunilor cu randament ridicat). În Statele Unite, este predominant în special în tranzacțiile de pe piața medie.[151]

Investitorii tipici includ fonduri mezzanine dedicate și fonduri speculative. Pentru investitor, datoria mezanin oferă o rată de rentabilitate mai mare decât obligațiunile tradiționale cu randament ridicat și poate fi structurată pentru a oferi un potențial de creștere a capitalului propriu sub formă de warrant-uri detașabile care sunt schimbate în acțiuni comune ale emitentului. Rata dobânzii la datoria mezanin include de obicei o combinație de plăți PIK în numerar și fără numerar. În funcție de alternativele de finanțare disponibile și de condițiile de piață, investitorii de tip mezanin vizează, de obicei, un randament „combinat" (inclusiv - componente numerar și non numerar) la adolescenți medii și înalți (sau mai mari). Maturitățile pentru datoria mezanin, precum termenii, variază substanțial, dar tind să fie similare cu cele pentru obligațiunile cu randament ridicat.[152]

Contribuție la capitaluri proprii

Partea rămasă din finanțarea LBO vine sub forma unei contribuții de capitaluri proprii din partea sponsorului financiar și a capitalurilor proprii rulate/contribuite de conducerea țintei. Procentul de contribuție la capitalul propriu variază de obicei între aproximativ 30% și 40% din structura de finanțare LBO, deși aceasta poate varia în funcție de condițiile pieței datoriilor, tipul de companie și multiplul de achiziție plătit. [153]Pentru LBO-urile mari, mai mulți sponsori se pot asocia pentru a crea un consorțiu de cumpărători, reducând astfel valoarea contribuției la capitaluri proprii a fiecărui sponsor individual (cunoscută sub numele de „club deal").

Contribuția la capitaluri proprii oferă o pernă pentru creditori și deținători de obligațiuni în cazul în care valoarea întreprinderii a companiei se deteriorează pe măsură ce valoarea capitalului propriu este eliminată înainte ca deținătorii de datorii să piardă valoarea de recuperare. De exemplu, dacă un sponsor contribuie cu 30% din capitalul propriu la o anumită tranzacție, creditorii sunt convinși că valoarea afacerii ar trebui să scadă cu mai mult de 30% din prețul de cumpărare înainte ca principalul lor să fie pus în pericol. De asemenea, sponsorii pot alege să „supra-echitizeze" anumite LBO, cum ar fi

[151]În Europa, datoria mezanin este utilizată pentru a finanța tranzacții mari și mijlocii de pe piața. Este de obicei structurat ca un împrumut cu rată variabilă (cu o combinație de numerar și dobândă PIK) care beneficiază de un al doilea sau al treilea drept de drept asupra aceleiași garanții care beneficiază de datoria băncii (din aceeași structură de capital). Datoria mezzanină a SUA, pe de altă parte, este de obicei structurată cu un cupon cu rată fixă și este subordonată contractual (a se vedea Figura 4.19), nefiind astfel beneficiată de nicio garanție.

[152]Cu toate acestea, dacă o structură de finanțare LBO are atât obligațiuni cu randament ridicat, cât și datorie mezanin, datoria mezzanin va ajunge, de obicei, în afara obligațiunilor cu randament ridicat, reducând astfel riscul pentru titlul de valoare superior.

[153]După cum sa discutat anterior, actele de angajament pentru finanțarea datoriei sunt de obicei bazate pe o contribuție minimă de capital propriu din partea sponsorului.

atunci când intenționează să emită datorii incrementale la o dată viitoare pentru a finanța achiziții sau inițiative de creștere pentru companie.

Transferul de capital/aportul de capital propriu de către conducerea companiei existente și/sau deținătorii cheie de acțiuni variază în funcție de situație, dar adesea variază de la aproximativ 2% la 5% (sau mai mult) din partea totală a capitalului propriu. Transferul de capital propriu/contribuția managementului este de obicei încurajat de către sponsor pentru a alinia stimulentele.

FINANȚARE LBO: TERMENI CHEIE SELECTATI

Atât în cadrul, cât și în cadrul categoriilor largi de instrumente de datorie utilizate în finanțările LBO – pe care le grupăm în datorii bancare, obligațiuni cu randament ridicat și datorii mezzanin – există o serie de termeni cheie care afectează riscul, costul, flexibilitatea și baza de investitori. După cum se arată în Anexa 4.18 și discutați mai detaliat mai jos, acești termeni includ *securitatea, vechimea, maturitatea, cuponul, protecția apelurilor* și *acordurile.*

ANEXA 4.18 Rezumatul termenilor cheie selectați

Datorie bancară	Obligațiuni cu randament ridicat	Datorie intermediară
Secured	**Security**	Unsecured
Senior	**Seniority**	Junior
Shorter	**Maturity**	Longer
Lower	**Coupon**	Higher
More Prepayability	**Call Protection**	Negotiated
More Restrictive	**Covenants**	Less Restrictive

Securitate

Garanția se referă la gajul sau garanția asupra garanției care este acordată de împrumutat deținătorilor unui anumit instrument de datorie. Garanția reprezintă active, proprietăți și/sau valori mobiliare gajate de un împrumutat pentru a garanta un împrumut sau o altă datorie, care este supusă sechestrului și/sau lichidării în caz de neîndeplinire a obligațiilor. [154]Poate include conturi de încasat, inventar, bunuri și proprietăți, proprietate intelectuală și valori mobiliare, cum ar fi acțiunile comune ale împrumutatului/emitentului și ale filialelor acestuia. În funcție de volatilitatea fluxului de numerar al țintei, creditorii pot solicita niveluri mai mari de acoperire a garanțiilor ca protecție.

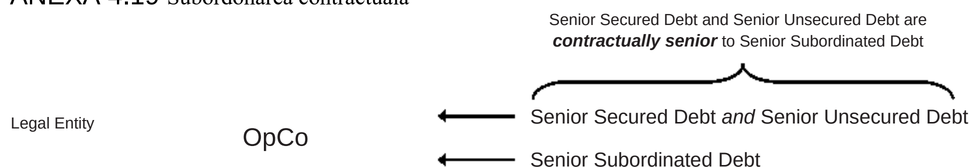
[154]În practică, în cazul în care creditorii unui împrumutat/emitent nu renunță la o neîndeplinire de obligație semnificativă, împrumutatul/emitentul caută, de obicei, protecție în temeiul capitolului 11 din Codul falimentului pentru a continua să funcționeze ca „întreprindere în funcțiune" în timp ce încearcă să-și restructureze obligațiile financiare . În timpul falimentului, deși creditorii garantați sunt, în general, suspendați de la executarea căilor de atac, aceștia au dreptul la anumite protecții și drepturi care nu sunt oferite creditorilor chirografari (inclusiv dreptul de a continua să primească plăți de dobândă). Astfel, obținerea garanției poate fi benefică pentru un creditor, chiar dacă acesta nu își exercită căile de atac pentru a bloca și a vinde respectivele garanții.

Vechime

Vechimea se referă la statutul de prioritate al creanțelor unui creditor față de debitor/emitent față de cele ale altor creditori. În general, vechimea în muncă se realizează fie prin subordonare *contractuală* , fie *prin subordonare structurală.*

Subordonarea contractuală Subordonarea contractuală se referă la statutul de prioritate al instrumentelor de creanță la aceeași entitate juridică. Se stabilește prin *prevederi de subordonare,* care prevăd că creanțele creditorilor seniori trebuie să fie satisfăcute integral înaintea celor ale creditorilor juniori (în general, statutul de „senior" se limitează la creditorii bănci sau creditori similari, nu la creditorii comerciali [155]). În cazul obligațiunilor subordonate, contractul conține prevederile de subordonare pe care creditorii seniori se bazează în calitate de beneficiari „terți". [156]Figura 4.19 oferă o diagramă ilustrativă care arată vechimea contractuală a mai multor instrumente de datorie.

ANEXA 4.19 Subordonarea contractuală

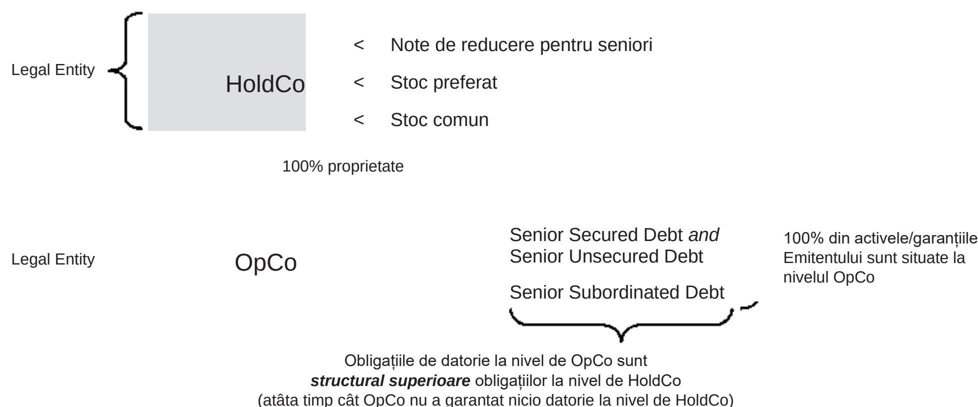


În timp ce atât datoria senior garantată, cât și datoria senior negarantată au creanțe contractuale egale (pari passu), datoria senior garantată poate fi considerată „efectiv" senior în măsura în care valoarea garanției care garantează o astfel de datorie.

Subordonarea structurală Subordonarea structurală se referă la statutul de prioritate al instrumentelor de creanță la diferite entități juridice din cadrul unei companii. De exemplu, obligațiile de datorie la OpCo, unde sunt situate activele companiei, sunt structural superioare obligațiilor de datorie la HoldCo, [157]atâta timp cât aceste obligații HoldCo nu beneficiază de o *garanție* (sprijin de credit) [158]din partea OpCo. În cazul falimentului la OpCo, obligațiile sale trebuie îndeplinite în totalitate înainte ca o distribuție sau un dividend să poată fi făcute către acționarul său unic (adică, HoldCo). Figura 4.20 oferă o diagramă ilustrativă care arată vechimea structurală a instrumentelor de creanță la două entități juridice.

[155]Creditorii datorau bani pentru bunuri și servicii.
[156]Atunci când tranzacția implică o datorie junior care nu este guvernată de un contract (de exemplu, un al doilea drept de drept privat plasat sau o datorie mezanină), prevederile de subordonare vor fi, în general, incluse într-un acord intercreditor cu creditorii seniori.
[157]O entitate juridică care deține toate sau o parte din acțiunile cu drept de vot ale unei alte companii/entitati, în acest caz, OpCo.
[158]Garanțiile oferă suport de credit de către o parte pentru o obligație de datorie a unei terțe părți. De exemplu, o filială cu operațiuni și active reale „garantează" datoria, ceea ce înseamnă că este de acord să-și folosească numerarul și activele pentru a plăti obligațiile de datorie în numele HoldCo.

ANEXA 4.20 Subordonarea structurală



Maturitate

Scadența („perioada" sau „termenul") a unei obligații de datorie se referă la perioada de timp în care instrumentul rămâne neschimbat până când trebuie rambursată integral valoarea principalului. Datoria cu termen mai scurt este considerată mai puțin riscantă decât datoria cu scadențe mai lungi, deoarece este necesar să fie rambursată mai devreme. Prin urmare, toate celelalte fiind egale, datoria cu termen mai scurt are un cost de capital mai mic decât datoria cu termen mai lung a aceluiași credit.

Într-un LBO, sunt emise diferite instrumente de datorie cu scadențe diferite pentru a finanța partea de datorie a tranzacției. Datoria bancară tinde să aibă scadențe mai scurte, adesea cinci până la șase ani pentru revolvere și șapte (sau uneori șapte ani și jumătate) pentru împrumuturile pe termen instituțional. Din punct de vedere istoric, obligațiunile cu randament ridicat au avut o maturitate de șapte până la zece ani. Într-o structură de finanțare LBO care cuprinde mai multe instrumente de datorie (de exemplu, un revolver, împrumuturi instituționale la termen și obligațiuni), revolverul va ajunge la scadență înainte de împrumuturile instituționale, care, la rândul lor, se vor scadea înainte de obligațiuni.

Cupon

Cuponul se referă la rata anuală a dobânzii („preț") plătită pentru suma principală restantă a unei obligații de datorie. Se poate baza fie pe o rată variabilă (tipic pentru datoria bancară), fie pe o rată fixă (tipic pentru obligațiuni). Datoria bancară plătește, în general, dobândă trimestrial, în timp ce obligațiunile plătesc dobândă, în general, pe o bază semestrială. Cuponul de datorie bancară se bazează de obicei pe o anumită rată de referință, de obicei LIBOR sau Rata de bază, plus un spread bazat pe creditul debitorului. Totuși, un cupon de obligațiuni cu randament ridicat este, în general, evaluat la emitere pe baza unui spread la un Trezorerie de referință.

Există o serie de factori care afectează cuponul unei obligații de datorie, inclusiv tipul de datorie (și clasa sa de investitor), ratingurile, securitatea, vechimea, scadența, acordurile și condițiile predominante de pe piață. Într-o structură de finanțare LBO tradițională , datoria bancară tinde să fie instrumentul de datorie de capital cu cel mai scăzut cost, deoarece are un rating mai ridicat al facilității, o garanție de prim rang, o vechime mai mare, o scadență mai scurtă și acorduri mai restrictive decât obligațiunile cu randament ridicat.

Protecția apelurilor

Protecția apelurilor se referă la anumite restricții privind plățile anticipate voluntare (a datoriilor bancare) sau răscumpărările (de obligațiuni) într-o perioadă de timp definită în termenul unui anumit instrument de datorie. Aceste restricții pot interzice plățile anticipate sau răscumpărările voluntare sau pot solicita plata unei taxe substanțiale („primă de apel") în legătură cu orice plată anticipată sau răscumpărare voluntară. Primele de apel îi protejează pe investitori de a avea - datorii cu un randament atractiv refinanțat cu mult înainte de scadență, atenuând astfel *riscul de reinvestire* în cazul în care ratele dobânzilor de pe piață scad.

Perioadele de protecție a apelurilor sunt standard pentru obligațiunile cu randament ridicat. Acestea sunt de obicei stabilite la patru ani („Non-call-4" sau „NC-4") pentru o obligațiune cu rată fixă pe șapte/opt ani și cinci ani („NC-5") pentru o obligațiune cu rată fixă pe zece ani. Răscumpărarea obligațiunilor înainte de scadență impune emitentului să plătească o primă în conformitate cu un program de plată definit, așa cum este stabilit într-un act de contractare, care dictează prețurile de plată pentru date stabilite.[159]

Programul de apelare a unei obligațiuni și prețurile de apelare depind de termenul și cuponul acesteia. Figura 4.21 afișează un program standard de apeluri pentru: a) o obligațiune pe 8 ani cu un cupon de 8% și b) o obligațiune pe 10 ani cu un cupon de 10%, ambele emise în 2008.[160]

ANEXA 4.21 Programele apelurilor

8-year, 8.0% Notes due 2016, NC-4		
Year	Formula	Call Price
2008 - 2011	Non-callable	
2012	Par plus 1/2 the coupon	104.000%
2013	Par plus 1/4 the coupon	[illegible]

10-year, 10.0% Notes due 2018, NC-		
Year	Formula	Call Price
2008 -	Non-callable	
2012	Non-callable	
2013	Par plus 1/2 the	105.000%
2014	Par plus 1/3 the	103.333%
2015	Par plus 1/6 the	101.667%
2016 +	Par	100.000%

Datoria bancară tradițională de primă garanție nu are protecție la apel, ceea ce înseamnă că împrumutatul poate rambursa capitalul oricând fără penalități. Cu toate acestea, alte tipuri de împrumuturi pe termen, cum ar fi cele garantate printr-un al doilea drept de drept, pot avea perioade de protecție a apelurilor, deși termenii variază în funcție de împrumut.[161]

Legăminte

Contractele sunt prevederi din contractele de credit și contractele de credit menite să protejeze

[159]Răscumpărarea obligațiunilor înainte de prima dată a cererii necesită ca societatea să plătească investitorilor o primă, fie definită în contract („dispoziție integrală"), fie făcută în conformitate cu un standard de piață (de obicei, o ofertă la cel mai mare dintre valorile nominale sau Rata de trezorerie (T) + 50 bps). Calculul primei de licitație se bazează pe suma valorii principalului în circulație al unei obligațiuni la prima dată de apelare (de exemplu, 105% din valoarea nominală pentru o obligațiune cu cupon de 10%) plus valoarea tuturor plăților de dobândă care urmează să fie primite înainte de prima dată de apelare din momentul prezent, actualizate la rata de trezorerie pentru o scadență echivalentă plus 50 bps.

[160]Obligațiunile cu randament ridicat prezintă adesea o prevedere de recuperare a acțiunilor, care permite emitentului să solicite un anumit procent din obligațiunile în circulație (de obicei 35%) cu venituri nete dintr-o ofertă de acțiuni la un preț egal cu egalitatea plus o primă egală cu cuponul (de exemplu, 110% pentru o obligațiune cu cupon de 10%).

[161]În scopuri ilustrative, perioada de protecție a apelurilor pentru un împrumut pe termen al 2-lea poate fi structurată ca NC-1. La sfârșitul unui an, împrumutul ar fi în mod obișnuit rambursabil anticipat la un preț de 102,00 USD, coborând la 101,00 USD după doi ani, iar apoi la egalitate după trei ani.

împotriva deteriorării calității creditului debitorului/emitentului. Acestea guvernează acțiunile specifice care pot fi întreprinse sau nu pe durata obligației de datorie. Nerespectarea unui acord poate declanșa un eveniment de neplată, care permite investitorilor să accelereze scadența datoriei lor, cu excepția cazului în care este modificat sau renunțat. Există trei clasificări principale de legăminte: *afirmative, negative* și *financiare.*

În timp ce multe dintre acordurile din contractele de credit și contractele de contractare sunt de natură similară, o diferență esențială este că datoria bancară tradițională include acorduri de întreținere financiară, în timp ce obligațiunile cu randament ridicat au obligații mai puțin restrictive de asumare. După cum este detaliat în Figura 4.22, obligațiile de întreținere financiară impun ca împrumutatul să „mențină" un anumit profil de credit în orice moment prin respectarea anumitor rate sau teste financiare trimestrial. Contractele de întreținere financiară sunt, de asemenea, concepute pentru a limita capacitatea împrumutatului de a întreprinde anumite acțiuni care pot fi negative pentru creditori (de exemplu, efectuarea de cheltuieli de capital peste o sumă stabilită), ceea ce permite grupului creditor să influențeze riscurile financiare asumate de împrumutat. Ele sunt, de asemenea, concepute pentru a oferi creditorilor o indicație timpurie a dificultăților financiare.

Acordurile privind datoria bancară Figura 4.22 prezintă convențiile tipice găsite într-un contract de credit. În ceea ce privește obligațiile de întreținere financiară, contractul de credit tipic conține două până la trei dintre aceste obligații. [162]Ratele de pârghie necesare pentru întreținere scad de obicei („reducere") pe toată durata împrumutului. În mod similar, ratele de acoperire cresc de obicei în timp. Acest lucru impune împrumutatului să-și îmbunătățească profilul de credit prin rambursarea datoriilor și/sau creșterea fluxului de numerar în conformitate cu previziunile financiare pe care le prezintă creditorilor în timpul sindicalizării.

ANEXA 4.22 Contracte privind datoria bancară

Afirmativ Solicitați împrumutatului și filialelor sale să efectueze anumite acțiuni.
Legăminte Exemple de legăminte afirmative standard includ:

- menținerea existenței corporative și a registrelor și evidențelor
- raportare financiară regulată (de exemplu, furnizarea de situații financiare trimestrial)
- menținerea activelor, garanțiilor sau altor garanții
- mentinerea asigurarii
- respectarea legilor
- plata impozitelor
- continuând în aceeași linie de activitate

(*Continuare*)

ANEXA 4.22 (*Continuare*)

Negativ Limitați capacitatea împrumutatului și a filialelor sale de a întreprinde anumite acțiuni **Contracte** (deseori supuse anumitor excepții sau „coșuri"). [163]Exemple de acorduri negative includ:

[162]Împrumuturile „Covenant-lite", o caracteristică a pieței de credite cu efect de levier care a cunoscut o creștere în timpul boom-ului creditului de la mijlocul anilor 2000, reprezintă o excepție de la normele menționate mai sus. Pachetele covenant-lite erau de obicei similare cu cele ale obligațiunilor cu randament ridicat, prezentând acorduri de asumare, spre deosebire de acorduri de întreținere financiară. Împrumuturile pe termen scurt în structurile de finanțare LBO au fost mai tipice atunci când au fost structurate împreună cu o facilitate ABL, deoarece băncile comerciale nu ar fi de acord cu revolvere pentru fluxuri de numerar convenționale decât dacă revolverul a beneficiat de o garanție *super-prioritară în garanție.*

[163]Coșurile („carve-outs") oferă excepții de la acorduri care permit împrumutatului/emitentului să

- limitări ale datoriilor - limitează valoarea datoriei care poate fi restante în orice moment
- limitări ale dividendelor și răscumpărărilor de acțiuni - împiedică distribuirea numerarului de către debitor către sau în beneficiul deținătorilor de capitaluri proprii
- limitări ale garanțiilor - împiedică gajarea activelor ca garanție
- limitări ale dispozițiilor de active (inclusiv tranzacții de vânzare/leaseback) - împiedică vânzarea sau transferul de active care depășesc un prag agregat
- limitări ale investițiilor - restricționează acordarea de împrumuturi, achiziții și alte investiții (inclusiv asociații în participațiune)
- limitări ale fuziunilor și consolidărilor - interzice o fuziune sau o consolidare
- limitări ale plăților anticipate și modificări ale anumitor alte datorii - interzice plata anticipată a anumitor alte datorii sau orice modificări ale acestora într-un mod care ar fi negativ pentru creditori
- limitări ale tranzacțiilor cu afiliații - restricționează împrumutatul și filialele sale de la efectuarea de tranzacții cu companii afiliate care ar putea beneficia afiliatul în detrimentul împrumutatului și creditorilor săi[164]

Financiar Solicitați împrumutatului să mențină un anumit profil de credit prin respectarea **de întreținere** a ratelor financiare specificate sau a testelor trimestriale.
Convenții Exemple de acorduri de întreținere financiară includ:

- Raportul maxim de levier garantat senior - interzice raportul dintre datoria garantată senior și EBITDA pentru ultimele patru trimestre să depășească un nivel stabilit într-un program trimestrial definit
- raportul maxim de levier total - interzice ca raportul dintre datoria totală și EBITDA pentru ultimele patru trimestre să depășească un nivel stabilit într-un program trimestrial definit
- Rata minimă de acoperire a dobânzii - interzice ca raportul dintre EBITDA și cheltuiala cu dobânzi pentru ultimele patru trimestre să scadă sub un nivel stabilit, așa cum este definit într-un program trimestrial
- Rata minimă de acoperire a taxelor fixe [165]- interzice ca raportul dintre fluxul de numerar și comisioanele fixe să scadă sub un nivel stabilit (care poate fi fix pentru durata datoriei bancare sau ajustat trimestrial)
- cheltuieli anuale maxime de capital - interzice împrumutatului și filialelor sale să depășească o sumă stabilită în dolari a cheltuielilor de capital într-un anumit an.
- EBITDA minim - cere împrumutatului să mențină o sumă minimă în dolari de EBITDA pentru ultimele patru trimestre, așa cum este stabilit într-un program trimestrial definit

Acorduri privind obligațiunile cu randament ridicat Multe dintre convențiile găsite într-un contract de obligațiuni cu randament ridicat sunt similare cu cele găsite într-un contract de credit pentru datorii bancare (a se vedea Planșa 4.23). O diferență esențială, totuși, este că contractele de contractare conțin obligații de achitare, spre deosebire de obligațiile de întreținere. Convențiile de incidență împiedică emitentul să întreprindă acțiuni specifice (de exemplu, atragerea de datorii suplimentare, efectuarea anumitor investiții , plata dividendelor) numai în cazul în care nu este în conformitate pro forma cu un „Test al raportului" sau nu are la dispoziție anumite „coșuri" în momentul în care este luată o astfel de acțiune. Testul raportului este adesea un test de acoperire (de exemplu, un raport de acoperire a taxelor fixe), deși poate fi structurat și ca un test de levier (de exemplu, datoria totală la EBITDA), așa cum este obișnuit pentru

întreprindă acțiuni specifice (de exemplu, să facă anumite tipuri și sume de datorii, să efectueze anumite plăți restricționate și să vândă active până la o anumită sumă).
[164]Tranzacțiile cu afiliații trebuie să se desfășoare pe o bază de „concordanță" (adică, în condiții nu mai puțin favorabile decât în cazul în care contrapartea nu ar fi afiliată).
[165]O rată de acoperire a taxelor fixe măsoară capacitatea unui debitor/emitent de a-și acoperi obligațiile fixe , inclusiv dobânzile datoriei și obligațiile de leasing. Deși definiția poate varia în funcție de contractul de credit sau de contract, taxele fixe includ de obicei cheltuielile cu dobânzile, dividendele pe acțiunile preferate și cheltuielile de leasing (cum ar fi chiria). Definiția poate fi structurată astfel încât să includă sau să excludă dobânda fără numerar și capitalizată.

companiile de telecomunicații/media.

ANEXA 4.23 Contracte privind obligațiunile cu randament ridicat

cu randament ridicat găsite în contractele de contractare a obligațiunilor cu randament ridicat includ:
Legăminte

- limitări ale datoriilor suplimentare - asigură că emitentul nu poate contracta datorii suplimentare decât dacă este în conformitate pro forma cu testul raportului sau este permis în alt mod de un „coș" definit
- limitări ale plăților restricționate - interzice emitentului să efectueze anumite plăți, cum ar fi dividende, investiții și plăți anticipate ale datoriilor junior, cu excepția unui „coș" definit (sub rezerva anumitor excepții)[166]
- limitări asupra garanțiilor (în general, titlurile subordonate seniori permit acordarea de drepturi de drept nelimitate asupra datoriilor seniori, altfel permise) - pentru titlurile senior, interzice emitentului să acorde drepturi de drepturi pentru datoria pari passu sau junior fără a oferi un drept de drept egal și raabil în favoarea titlurilor senior, sub rezerva anumitor excepții și/sau respectarea unui „raport de levier" specificat.
- limitări ale vânzărilor de active - împiedică emitentul să vândă active fără a utiliza veniturile nete pentru a reinvesti în afacere sau pentru a reduce datoria (sub rezerva anumitor excepții)
- limitări ale tranzacțiilor cu afiliații - vezi definiția contractului de credit
- limitări ale fuziunilor, consolidărilor sau vânzării substanțial a tuturor activelor - interzice o fuziune, consolidare sau vânzarea substanțial a tuturor activelor, cu excepția cazului în care entitatea supraviețuitoare își asumă datoria emitentului și poate contracta o datorie suplimentară de 1,00 USD conform testului raportului.
- limitare privind stratificarea (specifică contractelor pentru titlurile subordonate senior) - împiedică emitentul să emită datorii subordonate suplimentare („layering") care este superior emisiunii existente
- Put de schimbare a controlului (specific contractelor) - oferă deținătorilor de obligațiuni dreptul de a solicita emitentului să răscumpere obligațiunile cu o primă de 101% din valoarea nominală în cazul unei schimbări în proprietatea majoritară a companiei sau al vânzării substanțial a tuturor activelor împrumutatului și ale filialelor sale.

CAPITOLUL 5
Analiza LBO

LAnaliza BO este instrumentul analitic de bază utilizat pentru a evalua structura finanțării, randamentul investițiilor și evaluarea în scenariile de cumpărare cu efect de levier. Aceleași tehnici pot fi folosite și pentru a evalua oportunitățile de refinanțare și alternativele de restructurare pentru emitenții corporativi. Analiza LBO este o metodologie mai complexă decât

[166]Coșul de plăți restricționat este de obicei calculat ca o sumă fixă mică în dolari („coșul de pornire") plus 50% din venitul net consolidat cumulat al emitentului de la emiterea obligațiunilor, plus suma noilor emisiuni de acțiuni de către emitent de la emiterea obligațiunilor, plus numerar din vânzarea filialelor nerestricționate (adică cele care nu garantează datoria).

cele discutate anterior în această carte, deoarece necesită cunoștințe specializate despre modelarea financiară, piețele de capital cu efect de levier, fuziuni și achiziții și contabilitate. În centrul unei analize LBO se află un model financiar („modelul LBO"), care este construit cu flexibilitatea de a analiza performanța unui anumit obiectiv în mai multe structuri de finanțare și scenarii de operare.

Structura de finanțare

În ceea ce privește finanțarea datoriei, bancherul folosește analiza LBO pentru a ajuta la elaborarea unei structuri de finanțare viabilă pentru țintă, care să cuprindă suma și tipul datoriei (inclusiv termenii cheie descriși în capitolul 4), precum și o contribuție de capital a unui sponsor financiar. Ieșirea modelului permite bancherului să analizeze o anumită structură de finanțare pe baza generării fluxului de numerar, rambursării datoriilor, statisticilor creditului și randamentului investițiilor pe o perioadă de proiecție.

Analiza unei structuri de finanțare LBO este de obicei condusă de echipele de finanțare cu efect de levier și de pe piața de capital ale unei bănci de investiții (împreună cu o echipă de acoperire a sectorului, în mod colectiv „echipa tranzacției"). Scopul este de a prezenta unui sponsor financiar opțiuni de finanțare adaptate care maximizează rentabilitatea, rămânând în același timp comercializabile pentru investitori. Structura de finanțare trebuie, de asemenea, să ofere țintei suficientă flexibilitate și pernă pentru a-și desfășura activitatea conform planului.

După cum sa discutat în Capitolul 4, sponsorii lucrează de obicei îndeaproape cu furnizorii de finanțare (de exemplu, băncile de investiții) pentru a determina structura de finanțare pentru o anumită tranzacție. Odată ce sponsorul alege structura de finanțare preferată (adesea o compilație a celor mai buni termeni din propunerile solicitate de la mai multe bănci), echipa de tranzacții o prezintă comitetului (comitetelor) de credit interne ale băncii pentru aprobare. După aprobarea comitetului, băncile de investiții oferă de obicei un angajament de finanțare , care este apoi prezentat vânzătorului și consilierilor săi ca parte a pachetului final de oferte (a se vedea capitolul 6).

Evaluare

Analiza LBO este, de asemenea, o componentă esențială a unui set de instrumente de fuziuni și achiziții. Este folosit de sponsori, bancheri și alți profesioniști din domeniul finanțelor pentru a determina o evaluare implicită

interval pentru o anumită țintă într-o potențială vânzare LBO bazată pe obținerea unor randamente acceptabile. Rezultatul evaluării se bazează pe variabile cheie, cum ar fi proiecțiile financiare, prețul de achiziție și structura finanțării, precum și multiplu de ieșire și anul. Prin urmare, analiza de sensibilitate este efectuată pe acești factori cheie de valoare pentru a produce o gamă de IRR-uri utilizate pentru a încadra evaluarea pentru țintă (a se vedea Anexele 5.42 și 5.43). După cum sa discutat în capitolul 4, sponsorii au folosit în trecut 20% + IRR pentru a evalua oportunitățile de achiziție și pentru a determina evaluarea în consecință.

Într-un context de consiliere în domeniul vânzării și M&A, bancherul efectuează o analiză LBO pentru a evalua evaluarea din perspectiva unui sponsor financiar. Acest lucru oferă posibilitatea de a stabili așteptările privind prețul de vânzare pentru vânzător și de a ghida negocierile cu potențialii cumpărători în consecință. În mod similar, în cazul angajamentelor din partea de cumpărare, bancherul efectuează de obicei o analiză LBO pentru a ajuta la determinarea unui interval de preț de achiziție. Pentru un cumpărător strategic, această analiză (împreună cu cele derivate din alte metodologii de evaluare) este utilizată pentru a încadra evaluarea și strategia de licitare prin analizarea prețului pe care un ofertant concurent sponsor ar putea fi dispus să-l plătească pentru țintă.

Scopul acestui capitol este de a oferi o introducere solidă a analizei LBO și a aplicațiilor sale largi. Deși există mai multe abordări pentru efectuarea acestei analize (în special în ceea ce privește construirea modelului LBO), am proiectat pașii din Figura 5.1 pentru a fi cât mai ușor de utilizat. De asemenea, efectuăm o analiză ilustrativă a LBO folosind ValueCo ca țintă LBO.

ANEXA 5.1 Etapele analizei LBO

Pasul I. Localizați și analizați informațiile necesare
Pasul II. Construiți modelul pre-LBO
  a. Construiți situația de venit istorică și proiectată prin EBIT
  b. Introduceți elementele bilanțului de deschidere și bilanțul proiectului
  c. Construiți situația fluxului de numerar prin activități de investiții
Pasul III. Structura tranzacției de intrare
  a. Introduceți ipotezele prețului de achiziție
  b. Introduceți Structura de finanțare în Surse și Utilizări
  c. Conectați surse și utilizări la coloanele de ajustări ale bilanțului
Pasul IV. Completați modelul post-LBO
  a. Creați un program de datorii
  b. Completați declarația de venit pro forma de la EBIT la venitul net
  c. Bilanț complet pro forma
  d. Declarație completă a fluxului de numerar pro forma
Pasul V. Efectuați analiza LBO
  a. Analizați structura de finanțare
  b. Efectuați analiza returnărilor
  c. Determinați evaluarea
  d. Creați pagina Rezumatul tranzacției

Odată finalizați pașii de mai sus, toate rezultatele esențiale sunt legate de o pagină cu rezumatul tranzacției care servește drept pagină de copertă a modelului LBO (a se vedea Anexa 5.2). Această pagină permite echipei de tranzacții să examineze și să verifice rapid

EXHIBIT 5.2 LBO Model Transaction Summary Page

ValueCo Corporation
Leveraged Buyout Analysis
($ in millions, fiscal year ending December 31)

Financing Structure: Structure 1
Operating Scenario: Base

Transaction Summary

Sources of Funds	Amount	% of Total Sources	Multiple of EBITDA 9/30/2008	Cumulative	Pricing
Revolving Credit Facility	-	- %	- x	- x	L+325 bps
Term Loan A	-	- %	- x	- x	NA
Term Loan B	450.0	38.8%	3.1x	3.1x	L+350 bps
Term Loan C	-	- %	- x	3.1x	NA
2nd Lien	-	- %	- x	3.1x	NA
Senior Notes	-	- %	- x	3.1x	NA
Senior Subordinated Notes	300.0	25.9%	2.0x	5.1x	10.000%
Equity Contribution	385.0	33.2%	2.6x	7.7x	
Rollover Equity	-	- %	- x	7.7x	
Cash on Hand	25.0	2.2%	0.2x	7.9x	
Total Sources	**$1,160.0**	**100.0%**	**7.9x**	**7.9x**	

Uses of Funds	Amount	% of Total Uses
Purchase ValueCo Equity	$825.0	71.1%
Repay Existing Debt	300.0	25.9%
Tender / Call Premiums	-	- %
Financing Fees	20.0	1.7%
Other Fees and Expenses	15.0	1.3%
Total Uses	**$1,160.0**	**100.0%**

Purchase Price		
Offer Price per Share		-
Fully Diluted Shares		-
Equity Purchase Price		**$825.0**
Plus: Existing Net Debt		275.0
Enterprise Value		**$1,100.0**
Transaction Multiples		
Enterprise Value / Sales		
LTM 9/30/2008	$977.8	1.1x
2008E	1,000.0	1.1x
Enterprise Value / EBITDA		
LTM 9/30/2008	$146.7	7.5x
2008E	150.0	7.3x

Return Analysis	
Exit Year	2013
Entry Multiple	7.5x
Exit Multiple	7.5x
IRR	**20%**
Cash Return	**2.5x**
Options	
Financing Structure	1
Operating Scenario	1
Cash Flow Sweep	1
Cash Balance	1
Average Interest	1
Financing Fees	1

Summary Financial Data

	Historical Period 2005	2006	2007	LTM 9/30/2008	Pro forma 2008	Projection Period Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Sales	$780.0	$850.0	$925.0	$977.8	$1,000.0	$1,080.0	$1,144.8	$1,190.6	$1,226.3	$1,263.1	$1,301.0	$1,340.0	$1,380.2	$1,421.6	$1,464.3
% growth	NA	9.0%	8.8%	NA	8.1%	8.0%	6.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Gross Profit	$308.1	$337.9	$370.0	$391.1	$400.0	$432.0	$457.9	$476.2	$490.5	$505.2	$520.4	$536.0	$552.1	$568.7	$585.7
% margin	39.5%	39.8%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
EBITDA	$109.2	$123.3	$138.8	$146.7	$150.0	$162.0	$171.7	$178.6	$183.9	$189.5	$195.1	$201.0	$207.0	$213.2	$219.6
% margin	14.0%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Capital Expenditures	15.0	18.0	18.5	19.6	20.0	21.6	22.9	23.8	24.5	25.3	26.0	26.8	27.6	28.4	29.3
% sales	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Cash Interest Expense				-	59.9	58.5	55.9	52.7	49.2	45.2	40.0	34.0	30.7	30.7	30.7
Total Interest Expense				-	62.4	60.9	58.4	55.2	51.7	47.6	42.5	36.2	31.7	31.7	31.7
Free Cash Flow															
EBITDA						$162.0	$171.7	$178.6	$183.9	$189.5	$195.1	$201.0	$207.0	$213.2	$219.6
Less: Cash Interest Expense						(58.5)	(55.9)	(52.7)	(49.2)	(45.2)	(40.0)	(34.0)	(30.7)	(30.7)	(30.7)
Plus: Interest Income						-	-	-	-	-	-	0.0	1.4	4.2	7.1
Less: Income Taxes						(30.2)	(34.4)	(37.9)	(40.9)	(44.3)	(48.1)	(52.5)	(56.7)	(59.8)	(63.0)
Less: Capital Expenditures						(21.6)	(22.9)	(23.8)	(24.5)	(25.3)	(26.0)	(26.8)	(27.6)	(28.4)	(29.3)
Less: Increase in Net Working Capital						(8.0)	(6.5)	(4.6)	(3.6)	(3.7)	(3.8)	(3.9)	(4.0)	(4.1)	(4.3)
Free Cash Flow						$43.7	$52.0	$59.6	$65.7	$71.1	$77.2	$83.9	$89.5	$94.4	$99.6
Cumulative Free Cash Flow						43.7	95.8	155.4	221.1	292.1	369.3	453.2	542.7	637.2	736.7

Capitalization

	Pro forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Cash	-	-	-	-	-	-	-	$3.2	$92.7	$187.2	$286.7
Revolving Credit Facility	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Term Loan B	450.0	406.3	354.2	294.6	228.9	157.9	80.7	-	-	-	-
Other Debt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Senior Secured Debt	**$450.0**	**$406.3**	**$354.2**	**$294.6**	**$228.9**	**$157.9**	**$80.7**	**-**	**-**	**-**	**-**
Senior Subordinated Notes	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0
Total Debt	**$750.0**	**$706.3**	**$654.2**	**$594.6**	**$528.9**	**$457.9**	**$380.7**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**
Shareholders' Equity	370.0	419.3	475.3	537.1	603.9	676.2	754.7	840.3	932.8	1,030.4	1,133.1
Total Capitalization	**$1,120.0**	**$1,125.5**	**$1,129.6**	**$1,131.7**	**$1,132.8**	**$1,134.0**	**$1,135.4**	**$1,140.3**	**$1,232.8**	**$1,330.4**	**$1,433.1**
% of Bank Debt Repaid	-	9.7%	21.3%	34.5%	49.1%	64.9%	82.1%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Credit Statistics

	Pro forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
% Debt / Total Capitalization	67.0%	62.7%	57.9%	52.5%	46.7%	40.4%	33.5%	26.3%	24.3%	22.6%	20.9%
EBITDA / Cash Interest Expense	2.5x	2.8x	3.1x	3.4x	3.7x	4.2x	4.9x	5.9x	6.8x	7.0x	7.2x
(EBITDA - Capex) / Cash Interest Expense	2.2x	2.4x	2.7x	2.9x	3.2x	3.6x	4.2x	5.1x	5.9x	6.0x	6.2x
EBITDA / Total Interest Expense	2.4x	2.7x	2.9x	3.2x	3.6x	4.0x	4.6x	5.6x	6.5x	6.7x	6.9x
(EBITDA - Capex) / Total Interest Expense	2.1x	2.3x	2.5x	2.8x	3.1x	3.4x	4.0x	4.8x	5.7x	5.8x	6.0x
Senior Secured Debt / EBITDA	3.0x	2.5x	2.1x	1.6x	1.2x	0.8x	0.4x	NM	NM	NM	NM
Total Debt / EBITDA	5.0x	4.4x	3.8x	3.3x	2.9x	2.4x	2.0x	1.5x	1.4x	1.4x	1.4x
Net Debt / EBITDA	5.0x	4.4x	3.8x	3.3x	2.9x	2.4x	2.0x	1.5x	1.0x	0.5x	0.1x

analizează și efectuează ajustări la prețul de achiziție, structura finanțării, ipotezele de funcționare și alte input-uri cheie, după cum este necesar. Include, de asemenea, celulele de comutare care permit bancherului să comute între diferite structuri de finanțare și scenarii de operare, printre alte funcții. [167]Modelul complet completat (inclusiv toate paginile de ipoteze) este prezentat în Anexele 5.46 până la 5.54.

PASUL I. LOCALIZAȚI ȘI ANALIZAȚI INFORMAȚII NECESARE

La efectuarea analizei LBO, primul pas este colectarea, organizarea și analiza tuturor informațiilor disponibile despre țintă, sectorul acesteia și specificul tranzacției. Într-un proces de vânzare organizat, consilierul de vânzare oferă astfel de detalii potențialilor cumpărători, inclusiv previziuni financiare care formează de obicei baza pentru modelul LBO inițial (a se vedea capitolul 6). Aceste informații sunt de obicei conținute într-un CIM, cu informații suplimentare furnizate printr-o prezentare de management și o cameră de date. Pentru ținte publice, aceste informații sunt completate cu dosare SEC, rapoarte de cercetare și alte surse publice, așa cum este descris în capitolele anterioare.

În absența unui CIM sau a informațiilor suplimentare despre companie (de exemplu, dacă ținta nu este vândută în mod activ), bancherul trebuie să se bazeze pe surse publice pentru a efectua due diligence preliminare și pentru a dezvolta un set inițial de proiecții financiare. Această sarcină este invariabil mai ușoară pentru o companie publică decât pentru o companie privată (vezi capitolul 3).

Indiferent dacă există un proces formal de vânzare, este important ca bancherul să verifice în mod independent cât mai multe informații despre țintă și sectorul său. Dosarele publice, precum și cercetarea acțiunilor și a veniturilor fixe privind ținta (dacă este cazul) și comparabilele acesteia sunt resurse deosebit de importante. În absența acestora, știrile, publicațiile comerciale și chiar și o simplă căutare pe internet asupra unei anumite companii sau sector și dinamica competitivă a acesteia pot oferi informații valoroase. În cadrul unei bănci de investiții, echipa de tranzacții se bazează, de asemenea, pe raționamentul și experiența bancherilor din sectorul său de acoperire pentru a oferi informații despre țintă.

PASUL II. CONSTRUIȚI MODELUL PRE-LBO

În Pasul II, oferim instrucțiuni detaliate pas cu pas (a se vedea Anexa 5.3) despre cum să construim modelul de operare independent („pre-LBO”) pentru compania noastră țintă ilustrativă, ValueCo, presupunând că ipotezele financiare primare sunt obținute de la un CIM. Modelul pre-LBO este un model de proiecție financiară de bază din trei situații (contul de profit, bilanț și situația fluxului de numerar) care exclude inițial efectele tranzacției LBO. Încorporarea structurii de finanțare LBO și efectele pro forma rezultate sunt detaliate în etapele III și IV.

ANEXA 5.3 Etapele modelului pre-LBO

Pasul II(a): Construiți situația de venit istorică și proiectată prin EBIT Etapa II (b):

[167]Se pot crea, de asemenea, comutatoarele pentru a activa 100% flux de numerar, sweep soldului de numerar, opțiunea cheltuielilor medii cu dobânda sau alte comutări specifice tranzacției.

Introduceți bilanțul de deschidere și elementele bilanțului proiectului Pasul II (c): Construirea situației fluxului de numerar prin activități de investiții

Pasul II(a): Construiți Declarația de venit istorică și proiectată prin EBIT

Bancherul începe în mod obișnuit modelul pre-LBO introducând informațiile istorice ale declarației de venit ale țintei pentru perioada anterioară de trei ani, dacă sunt disponibile. Declarația istorică a veniturilor este în general construită numai prin EBIT, deoarece cheltuielile anuale anterioare cu dobânzile și venitul net ale țintei nu sunt relevante, având în vedere că ținta va fi recapitalizată prin LBO. Ca și în cazul DCF, performanța financiară istorică ar trebui prezentată pe o bază pro forma pentru elementele nerecurente și evenimentele recente. Aceasta oferă o bază normalizată pentru proiectarea și analiza performanței financiare viitoare.

Proiecțiile de management pentru vânzările prin EBIT, așa cum sunt prevăzute în CIM, sunt apoi introduse într-o pagină de ipoteze (a se vedea Anexa 5.52), care se alimentează în contul de profit și pierdere proiectat până când sunt dezvoltate/furnizate alte scenarii de operare. Acest scenariu este de obicei etichetat ca „Caz de gestionare". În acest moment, elementele rând dintre EBIT și câștigul înainte de impozitare (EBT) sunt lăsate în mod intenționat necompletate, pentru a fi completate odată ce o structură de finanțare este introdusă în model și este construit un *grafic al datoriilor* (a se vedea Anexa 5.29). În cazul ValueCo, deși are un împrumut pe termen în valoare de 300 de milioane USD (a se vedea Anexa 5.5), nu este necesar să se modeleze cheltuiala cu dobânda asociată (sau amortizarea obligatorie), deoarece va fi refinanțată ca parte a tranzacției LBO.

Din perspectiva finanțării datoriei, perioada de proiecție pentru un model LBO este de obicei stabilită la șapte până la zece ani, astfel încât să se potrivească cu scadența celui mai lung instrument de datorie din structura capitalului. Un sponsor financiar, cu toate acestea, poate utiliza doar o perioadă de proiecție de cinci ani în modelul său intern LBO, astfel încât să se potrivească așteptărilor sale pentru orizontul de investiție anticipat.

Întrucât un CIM oferă de obicei doar cinci ani de date estimate ale declarației de venit,[168] este obișnuit ca bancherul să înghețe rata de creștere pentru anul 5 și ipotezele de marjă pentru a încadra proiecțiile anului exterior (în absența unor orientări specifice). După cum se arată în declarația de venit înainte de LBO a ValueCo (Figura 5.4), am menținut constantă rata de creștere a vânzărilor în anul 5, marja brută și marja EBITDA la 3%, 40% și, respectiv, 15%, pentru a conduce proiecțiile în anii 6-10.

Cazuri suplimentare În plus față de Cazul de management, echipa tranzacției își dezvoltă de obicei propriul scenariu de operare, mai conservator, cunoscut sub numele de „Cazul de bază". Cazul de bază se bazează, în general, pe ipoteze de management, dar cu ajustări efectuate pe baza diligenței, cercetării și perspectivelor independente ale echipei de tranzacție.

[168]Durata perioadei de proiecție furnizată într-un CIM (sau printr-un alt mediu) poate varia în funcție de situație.

($ in millions, fiscal year ending December 31)

Income Statement

	Historical Period					Projection Period									
	2005	2006	2007	LTM 9/30/2008	Pro forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Sales	$780.0	$850.0	$925.0	$977.8	$1,000.0	$1,080.0	$1,144.8	$1,190.6	$1,226.3	$1,263.1	$1,301.0	$1,340.0	$1,380.2	$1,421.6	$1,464.3
% growth	*NA*	*9.0%*	*8.8%*	*NA*	*8.1%*	*8.0%*	*6.0%*	*4.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
Cost of Goods Sold	471.9	512.1	555.0	586.7	600.0	648.0	686.9	714.4	735.8	757.9	780.6	804.0	828.1	853.0	878.6
Gross Profit	$308.1	$337.9	$370.0	$391.1	$400.0	$432.0	$457.9	$476.2	$490.5	$505.2	$520.4	$536.0	$552.1	$568.7	$585.7
% margin	*39.5%*	*39.8%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*
Selling, General & Administrative	198.9	214.6	231.3	244.4	250.0	270.0	286.2	297.6	306.6	315.8	325.2	335.0	345.1	355.4	366.1
% sales	*25.5%*	*25.3%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
Other Expense / (Income)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	$109.2	$123.3	$138.8	$146.7	$150.0	$162.0	$171.7	$178.6	$183.9	$189.5	$195.1	$201.0	$207.0	$213.2	$219.6
% margin	*14.0%*	*14.5%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
Depreciation & Amortization	15.6	17.0	18.5	19.6	20.0	21.6	22.9	23.8	24.5	25.3	26.0	26.8	27.6	28.4	29.3
EBIT	$93.6	$106.3	$120.3	$127.1	$130.0	$140.4	$148.8	$154.8	$159.4	$164.2	$169.1	$174.2	$179.4	$184.8	$190.4
% margin	*12.0%*	*12.5%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*
Interest Expense															
Revolving Credit Facility															
Term Loan A															
Term Loan B															
Term Loan C															
Existing Term Loan															
2nd Lien															
Senior Notes															
Senior Subordinated Notes															
Commitment Fee on Unused Revolver															
Administrative Agent Fee															
Cash Interest Expense															
Amortization of Deferred Financing Fees															
Total Interest Expense															
Interest Income															
Net Interest Expense															
Earnings Before Taxes						140.4	148.8	154.8	159.4	164.2	169.1	174.2	179.4	184.8	190.4
Income Tax Expense						53.4	56.6	58.8	60.6	62.4	64.3	66.2	68.2	70.2	72.3
Net Income						$87.0	$92.3	$96.0	$98.8	$101.8	$104.9	$108.0	$111.2	$114.6	$118.0
% margin						*8.1%*	*8.1%*	*8.1%*	*8.1%*	*8.1%*	*8.1%*	*8.1%*	*8.1%*	*8.1%*	*8.1%*
Income Statement Assumptions															
Sales (% YoY growth)	NA	9.0%	8.8%	NA	8.1%	8.0%	6.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
COGS (% margin)	60.5%	60.3%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
SG&A (% sales)	25.5%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Other Expense / (Income) (% of sales)	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %
Depreciation & Amortization (% of sales)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Interest Income					3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Tax Rate						38.0%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%

TO BE CALCULATED

Comitetele interne de credit ale băncii solicită, de asemenea, echipei de tranzacționare să analizeze performanța țintei în unul sau mai multe cazuri de stres, pentru a se simți confortabil cu capacitatea țintei de a servi și rambursa datoria în perioadele de constrângere. Sponsorii efectuează analize similare pentru a testa durabilitatea unei investiții propuse. Aceste „cazuri negative" prezintă în mod obișnuit performanța financiară a țintei cu reduceri la creșterea liniei de top, marje și, eventual, capitalul și eficiența capitalului de lucru. Ca și în cazul modelului DCF, o funcție „de comutare" în modelul LBO permite bancherului să treacă de la caz la caz, fără a fi nevoit să reintroducă intrările și ipotezele financiare cheie. O comutare separată oferă posibilitatea de a analiza diferite structuri de finanțare.

Scenariul de operare pe care echipa tranzacției îl folosește în cele din urmă pentru a stabili acorduri și pentru a comercializa tranzacția către investitori este oferit de sponsor („Cazul Sponsor"). Sponsorii folosesc informațiile obținute din due diligence, experți din industrie, studii de consultanță și rapoarte de cercetare, precum și propria lor expertiză sectorială pentru a dezvolta acest caz. Cazul Sponsorului, împreună cu structura de finanțare preferată a sponsorului (colectiv , „Modelul Sponsorului"), este împărtășit cu potențialii subscriitori ca bază pentru ca aceștia să furnizeze scrisori de angajament. [169]Echipa de tranzacție confirmă apoi atât fezabilitatea Cazului Sponsorului (pe baza propriei diligențe și cunoștințe despre țintă și sector), cât și capacitatea de tranzacționare a structurii de finanțare preferate a sponsorului (prin dobândirea de confort că există cumpărători pentru împrumuturi și valori mobiliare în condițiile propuse). Această sarcină este deosebit de importantă deoarece băncilor de investiții li se cere să ofere un angajament față de o structură de finanțare care ar putea să nu vină pe piață timp de câteva luni (sau potențial mai mult, în funcție de aprobările de reglementare sau de altă natură necesare înainte ca tranzacția să se poată închide).

Pasul II(b): Introduceți elementele bilanțului de deschidere și bilanțul proiectului

Bilanțul de deschidere (și datele bilanțului potențial proiectate) pentru țintă sunt de obicei furnizate în CIM și introduse în modelul pre-LBO (a se vedea Anexa 5.5, titlul „Deschiderea

EXHIBIT 5.4 ValueCo Pre-LBO Income Statement

[169]Momentul pentru partajarea modelului de sponsor depinde de specificul tranzacției specifice și de relația băncii de investiții cu sponsorul.

anului 2008”). [170]Pe lângă conturile tradiționale de bilanț, se adaugă noi elemente rând necesare pentru modelarea structurii de finanțare LBO pro forma, cum ar fi:

- comisioane de finanțare (care sunt amortizate) în cadrul activelor pe termen lung
- elemente-rând detaliate pentru noua structură de finanțare în cadrul pasivelor pe termen lung (de exemplu, noul revolver, împrumuturi pe termen(e) și obligațiuni cu randament ridicat)

Bancherul trebuie apoi să includă funcționalități în model pentru a introduce noua structură de finanțare LBO. Acest lucru se realizează prin inserarea coloanelor de „ajustare” pentru a contabiliza adunările și scăderile din bilanțul de deschidere care rezultă din LBO (a se vedea Anexele 5.5 și 5.15). Intrările pentru coloanele de ajustare, care fac legătura între bilanţul de deschidere şi bilanţul de închidere pro forma,

[170]Dacă bancherul analizează o companie publică ca un potențial candidat LBO în afara (sau înainte de) un proces de vânzare organizat, sunt utilizate de obicei cele mai recente date bilanțiere din cel mai recent 10-K sau 10-Q al companiei.

ANEXA 5.5 Bilanțul ValueCo pre-LBO

($ in millions, fiscal year ending December 31)

Balance Sheet

	Opening 2008	Adjustments + -	Pro Forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
				Projection Period									
Cash and Cash Equivalents	$25.0		$25.0	TO BE LINKED FROM CASH FLOW STATEMENT									
Accounts Receivable	165.0		165.0	178.2	188.9	196.4	202.3	208.4	214.7	221.1	227.7	234.6	241.6
Inventories	125.0		125.0	135.0	143.1	148.8	153.3	157.9	162.6	167.5	172.5	177.7	183.0
Prepaids and Other Current Assets	10.0		10.0	10.8	11.4	11.9	12.3	12.6	13.0	13.4	13.8	14.2	14.6
Total Current Assets	**$325.0**		**$325.0**	**$324.0**	**$343.4**	**$357.2**	**$367.9**	**$378.9**	**$390.3**	**$402.0**	**$414.1**	**$426.5**	**$439.3**
Property, Plant and Equipment, net	650.0		650.0	628.4	605.5	581.7	557.2	531.9	505.9	479.1	451.5	423.0	393.8
Goodwill and Intangible Assets	175.0		175.0	175.0	175.0	175.0	175.0	175.0	175.0	175.0	175.0	175.0	175.0
Other Assets	75.0		75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0
Deferred Financing Fees	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Assets	**$1,225.0**		**$1,225.0**	**$1,202.4**	**$1,198.9**	**$1,188.9**	**$1,175.1**	**$1,160.8**	**$1,146.2**	**$1,131.1**	**$1,115.5**	**$1,099.5**	**$1,083.0**
Accounts Payable	75.0	**TO BE LINKED/ CALCULATED FROM SOURCES AND USES**	75.0	81.0	85.9	89.3	92.0	94.7	97.6	100.5	103.5	106.6	109.8
Accrued Liabilities	100.0		100.0	108.0	114.5	119.1	122.6	126.3	130.1	134.0	138.0	142.2	146.4
Other Current Liabilities	25.0		25.0	27.0	28.6	29.8	30.7	31.6	32.5	33.5	34.5	35.5	36.6
Total Current Liabilities	**$200.0**		**$200.0**	**$216.0**	**$229.0**	**$238.1**	**$245.3**	**$252.6**	**$260.2**	**$268.0**	**$276.0**	**$284.3**	**$292.9**
Revolving Credit Facility	-		-	**TO BE LINKED FROM DEBT SCHEDULE**									
Term Loan A	-		-										
Term Loan B	-		-										
Term Loan C	-		-										
Existing Term Loan	300.0		300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0
2nd Lien	-		-										
Senior Notes	-		-										
Senior Subordinated Notes	-		-										
Other Debt	-		-										
Other Long-Term Liabilities	25.0		25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
Total Liabilities	**$525.0**		**$525.0**	**$541.0**	**$554.0**	**$563.1**	**$570.3**	**$577.6**	**$585.2**	**$593.0**	**$601.0**	**$609.3**	**$617.9**
Noncontrolling Interest	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Shareholders' Equity	700.0		700.0	787.0	879.3	975.3	1,074.1	1,175.9	1,280.8	1,388.8	1,500.0	1,614.6	1,732.6
Total Shareholders' Equity	**$700.0**		**$700.0**	**$787.0**	**$879.3**	**$975.3**	**$1,074.1**	**$1,175.9**	**$1,280.8**	**$1,388.8**	**$1,500.0**	**$1,614.6**	**$1,732.6**
Total Liabilities and Equity	**$1,225.0**		**$1,225.0**	**$1,328.0**	**$1,433.3**	**$1,538.4**	**$1,644.4**	**$1,753.5**	**$1,866.0**	**$1,981.8**	**$2,101.1**	**$2,223.9**	**$2,350.5**
Balance Check	*0.000*		*0.000*										
Net Working Capital	100.0		100.0	108.0	114.5	119.1	122.6	126.3	130.1	134.0	138.0	142.2	146.4
(Increase) / Decrease in Net Working Capital				(8.0)	(6.5)	(4.6)	(3.6)	(3.7)	(3.8)	(3.9)	(4.0)	(4.1)	(4.3)

The ending cash balance for each year in the projection period is linked to the balance sheet from the cash flow statement once it is completed.

Prior to entry of capex assumptions, PP&E only reflects D&A.

Shareholders' equity is inflated until the financing structure is entered into the model.

Model will balance once the ending cash balance for each year in the projection period is linked from the cash flow statement.

Balance Sheet Assumptions

Current Assets	Opening 2008	Pro Forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Days Sales Outstanding (DSO)	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2
Days Inventory Held (DIH)	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0
Prepaid and Other Current Assets (% of sales)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

Datorii curente

Zile plătibile restante (DPO) 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 Datorii acumulate (% din vânzări) 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% Alte datorii curente (% din vânzări) 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5%

alimentare din *sursele și utilizările* fondurilor în tranzacţie (a se vedea Anexele 5.14 şi 5.15). Bancherul inserează, de asemenea, o coloană „proforma", care netează ajustările efectuate în bilanţul de deschidere şi serveşte drept punct de plecare pentru proiectarea bilanţului post-LBO al ţintei pe toată perioada de proiecţie.

Înainte de intrarea în structura de finanțare LBO, bilanţurile de deschidere şi de închidere pro forma sunt identice. Elementele de bază ale bilanțului țintă - cum ar fi activele curente, pasivele curente, IMM-uri, alte active și alte datorii pe termen lung - sunt proiectate utilizând aceleași metodologii discutate în Capitolul 3. Ca și în cazul ipotezelor pentru elementele proiectate din contul de profit şi profit al ţintei, bancherul introduce ipotezele pentru elementele țintă în bilanțul proiectat prin intermediul modelului de ipoteze ale țintei. 5.53), care se alimentează în bilanțul proiectat.

Rambursarea preconizată a datoriei nu este modelată în acest moment, deoarece structura de finanțare LBO nu a fost încă introdusă în sursele și utilizările fondurilor. Pentru ValueCo, care are un împrumut pe termen în valoare de 300 de milioane USD, pur şi simplu stabilim soldurile datoriilor din perioada de proiecție egale cu valoarea soldului de deschidere (a se vedea Anexa 5.5). În această etapă, excesul anual de flux de numerar liber [171]se acumulează în soldul de numerar final pentru fiecare an de proiecție odată ce situația fluxurilor de numerar înainte de LBO este completată (a se vedea Pasul II(c), Anexele 5.9 şi 5.10). Acest lucru asigură că modelul se va echilibra odată ce cele trei situații financiare sunt pe deplin legate.

În funcţie de disponibilitatea informaţiilor şi de nevoia de granularitate, bancherul poate alege să construiască un model LBO „în formă scurtă", care este suficient pentru calcularea rambursării datoriilor și efectuarea unei analize de bază a randamentelor. Un model scurt LBO utilizează o situație prescurtată a fluxului de numerar și un grafic al datoriilor în locul unui bilanţ complet cu capitalul de lucru calculat de obicei ca procent din vânzări. Cu toate acestea, construirea unui model tradițional cu trei afirmații este recomandată ori de câte ori este posibil pentru a oferi cea mai cuprinzătoare analiză.

Pasul II(c): Construirea situației fluxului de numerar prin activități de investiții

Situația fluxurilor de numerar constă din trei secțiuni - activități de exploatare, activități de investiții și activități de finanțare.

Activități de exploatare

Legături cu situația veniturilor și veniturilor La construirea situației fluxurilor de trezorerie, toate elementele corespunzătoare din contul de profit și pierdere, inclusiv venitul net și cheltuielile nemonetare (de exemplu, D&A, amortizarea taxelor de finanțare amânate), trebuie să fie legate de secțiunea activităților operaționale a situației fluxurilor de numerar.

Venitul net este primul element rând din situația fluxurilor de numerar. Este umflat inițial în modelul pre-LBO, deoarece exclude cheltuielile pro forma cu dobânzile și amortizarea taxelor de finanțare amânate asociate cu structura de finanțare LBO care nu au fost încă introduse în model. Amortizarea taxelor de finanțare amânate este o cheltuială care nu este în numerar care este adăugată înapoi la venitul net în situația fluxurilor de numerar post-LBO. Anumite elemente, cum ar fi D&A anual proiectat, nu se modifică pro forma pentru tranzacție.

[171]Termenul „flux de numerar liber" utilizat într-o analiză LBO diferă de cel utilizat într-o analiză DCF, deoarece include efectele efectului de levier.

ANEXA 5.6 Legături cu declarația de venit

(milioane USD, an fiscal încheiat la 31 decembrie)

Declarația fluxului de numerar

	Perioada de proiecție									
	Anul 1 2009	**Anul 2 2010**	**Anul 3 2011**	**Anul 4 2012**	**Anul 5 2013**	**Anul 6 2014**	**Anul 7 2015**	**Anul 8 2016**	**Anul 9 2017**	**Anul 10 2018**
Activități de exploatare										
Venitul net	87,0 USD	92,3 USD	96,0 USD	98,8 USD	101,8 USD	104,9 USD	108,0 USD	111,2 USD	114,6 USD	118,0 USD
Plus: amortizare și amortizare	21,6	22,9	23,8	24,5	25,3	26,0	26,8	27,6	28,4	29,3
Plus: Amortizarea taxelor de finanțare	**TREBUIE LEGAT DE LA CONSTATA DE VENITURI**									

După cum se arată în Figura 5.6, venitul net 2009E al ValueCo este de 87 milioane USD, ceea ce este cu 37,8 milioane USD mai mare decât venitul net pro forma 2009E de 49,3 milioane USD după ce a dat efect structurii de finanțare LBO (a se vedea Figura 5.31).

Legături de bilanț Fiecare modificare a anului trecut la un cont de bilanț trebuie contabilizată printr-o adăugare sau o scădere corespunzătoare la elementul rând corespunzător din situația fluxurilor de numerar. După cum sa discutat în Capitolul 3, o creștere a unui activ este o utilizare a numerarului (reprezentată printr-o valoare negativă în situația fluxurilor de numerar), iar o scădere a unui activ reprezintă o sursă de numerar. În mod similar, o creștere sau o scădere a unui cont de pasiv reprezintă o sursă sau, respectiv, o utilizare a numerarului. Modificările anuale ale elementelor de capital de lucru proiectate ale țintei sunt calculate în elementele rând corespunzătoare din secțiunea activități de exploatare a situației fluxurilor de numerar. Aceste sume nu se modifică pro forma pentru tranzacția LBO. Suma venitului net al țintei, a cheltuielilor non-monetare, a modificărilor elementelor de capital de lucru și a altor elemente (după caz) furnizează valoarea fluxului de numerar din activitățile de exploatare.

ANEXA 5.7 Legături de bilanț

(milioane USD, an fiscal încheiat la 31

Declarația fluxului de numerar

	Perioada de proiecție									
	Anul 1 2009	Anul 2 2010	Anul 3 2011	Anul 4 2012	Anul 5 2013	Anul 6 2014	Anul 7 2015	Anul 8 2016	Anul 9 2017	Anul 10 2018
Activități de exploatare										
Venitul net	87,0 USD	92,3 USD	96,0 USD	98,8	101,8 USD	104,9 USD	108,0 USD	111,2 USD	114,6 USD	118,0
Plus: amortizare și amortizare	21.6	22.9	23.8	24.5	25.3	26.0	26.8	27.6	28.4	29.3
Plus: Amortizarea taxelor de finanțare	TREBUIE LEGAT DE LA CONSTATA DE VENITURI [1]									
Modificări ale elementelor de capital de lucru										
(Inc.) / Dec. în Conturi de creanțe	(13,2)	(10,7)	(7,6)	(5,9)	(6,1)	(6,3)	(6,4)	(6,6)	(6,8)	(7,0)
(Inc.) / Dec. în Stocuri	(10,0)	(8,1)	(5,7)	(4,5)	(4,6)	(4,7)	(4,9)	(5,0)	(5,2)	(5,3)
(Inc.) / Dec. în active cu plată anticipată și alte active circulante	(0,8)	(0,6)	(0,5)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)
Inc. / (dec.) în Conturi de plată	6.0	4.9	3.4	2.7	2.8	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2
Inc. / (dec.) în Datorii acumulate	8.0	6.5	4.6	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1	4.3
Inc. / (dec.) în Alte datorii curente	2.0	1.6	1.1	0,9	0,9	0,9	1.0	1.0	1.0	1.1
(Inc.) / Dec. în capitalul de lucru net	(8,0)	(6,5)	(4,6)	(3,6)	(3,7)	(3,8)	(3,9)	(4,0)	(4,1)	(4,3)
Fluxul de numerar din activitățile de exploatare	100,6 USD	108,7 USD	115,2 USD	119,8 USD	123,4 USD	127,1 USD	130,9 USD	134,8 USD	138,9 USD	143,0 USD

După cum se arată în Figura 5.7, ValueCo generează un flux de numerar de 100,6 milioane USD din activitățile operaționale în 2009E înainte de a da efect tranzacției LBO.

Activități de investiții Capex este de obicei elementul rând cheie în cadrul activităților de investiții, deși achizițiile sau cesionările planificate pot fi, de asemenea, înregistrate în elementul rând al celorlalte activități de investiții. Ipotezele de investiții estimate sunt, de obicei, obținute din CIM și introduse într-o pagină de ipoteze (a se vedea Anexa 5.52) unde sunt legate de situația fluxurilor de numerar. PP&E netă proiectată a țintei trebuie să includă proiecțiile de investiții

(adăugate la PP&E), precum și cele pentru amortizare (scăzute

de la PP&E). După cum s-a discutat în Capitolul 3, în cazul în care proiecțiile de investiții nu sunt furnizate/disponibile, bancherul proiectează de obicei investițiile ca un procent fix din vânzări la niveluri istorice, cu ajustări adecvate pentru elemente ciclice sau nerecurente.

Suma fluxurilor anuale de numerar furnizate de activitățile de exploatare și activitățile de investiții furnizează fluxul de numerar anual disponibil pentru rambursarea datoriilor , care este denumit în mod obișnuit ca flux de numerar liber (a se vedea Figura 5.25).

ANEXA 5.8 Activități de investiții

(milioane USD, an fiscal încheiat la 31 decembrie)

Declarația fluxului de numerar

					Proiecție	Perioadă				
	Anul 1 2009	**Anul 2 2010**	**Anul 3 2011**	**Anul 4 2012**	**Anul 5 2013**	**Anul 6 2014**	**Anul 7 2015**	**Anul 8 2016**	**Anul 9 2017**	**Anul 10 2018**
Activități de investiții										
Cheltuieli de capital	(21,6)	(22,9)	(23,8)	(24,5)	(25,3)	(26,0)	(26,8)	(27,6)	(28,4)	(29,3)
Alte activități de investiții	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fluxul de numerar din activități de investiții	**(21,6 USD)**	**(22,9 USD)**	**(23,8 USD)**	**(24,5 USD)**	**(25,3 USD)**	**(26,0 USD)**	**(26,8 USD)**	**(27,6 USD)**	**(28,4 USD)**	**(29,3 USD)**
Ipoteze privind situația fluxului de numerar										
Cheltuieli de capital (% din vânzări)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

După cum se arată în Figura 5.8, nu facem nicio ipoteză pentru elementul rând al celorlalte activități de investiții ale ValueCo. Prin urmare, valoarea fluxului de numerar al ValueCo din activitățile de investiții este egală cu capitalul în fiecare an al perioadei de proiecție.

Activități de finanțare Secțiunea privind activitățile de finanțare a situației fluxurilor de numerar este construită pentru a include elemente-rând pentru (rambursarea)/retragerea fiecărui instrument de datorie din structura de finanțare LBO. Include, de asemenea, elemente rând pentru dividende și emiterea de acțiuni/(răcumpărare de acțiuni). Aceste elemente rând sunt inițial lăsate necompletate până când structura de finanțare LBO este introdusă în model (a se vedea Pasul III) și este construit un program detaliat al datoriilor (a se vedea Pasul IV(a)).

ANEXA 5.9 Activități de finanțare

(milioane USD, an fiscal încheiat la 31 decembrie)

Declarația fluxului de numerar

					Perioada de proiecție					
	Anul 1 2009	Anul 2 2010	Anul 3 2011	Anul 4 2012	Anul 5 2013	Anul 6 2014	Anul 7 2015	Anul 8 2016	Anul 9 2017	Anul 10 2018
Financing Activities										
Revolving Credit Facility										
Term Loan A										
Term Loan B										
Term Loan C										
Existing Term Loan					**TO BE LINKED FROM DEBT SCHEDULE**					
2nd Lien										
Senior Notes										
Senior Subordinated Notes										
Other Debt										
Dividends										
Equity Issuance / (Repurchase)										
Cash Flow from Financing Activities										
Excess Cash for the Period	$79.0	$85.8	$91.4	$95.3	$98.1	$101.1	$104.1	$107.2	$110.4	$113.8
Beginning Cash Balance	25.0	104.0	189.8	281.2	376.5	474.6	575.7	679.8	787.0	897.5
Ending Cash Balance	$104.0	$189.8	$281.2	$376.5	$474.6	$575.7	$679.8	$787.0	$897.5	$1,011.2

Excesul de numerar pentru perioada se acumulează în Soldul de numerar final până când structura de finanțare LBO este introdusă în model și este construit calendarul datoriilor.

După cum se arată în Figura 5.9, înainte de a da efectul tranzacției LBO, excesul de numerar proiectat de ValueCo pentru perioada se acumulează în soldul de numerar final în fiecare an al perioadei de proiecție.

Situația fluxurilor de numerar se leagă la bilanț Odată construită situația fluxurilor de numerar, soldul de numerar final pentru fiecare an din perioada de proiecție este legat de elementul rând de numerar și echivalente de numerar din bilanț, legând astfel complet situațiile financiare ale modelului pre-LBO.

ANEXA 5.10 Situația fluxului de numerar Legături la bilanț

(milioane USD, an fiscal încheiat la 31 decembrie)

Declarația fluxului de numerar

	Projection Period									
	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Excess Cash for the Period	$79.0	$85.8	$91.4	$95.3	$98.1	$101.1	$104.1	$107.2	$110.4	$113.8
Beginning Cash Balance	25.0	104.0	189.8	281.2	376.5	474.6	575.7	679.8	7870	8975
Ending Cash Balance	$104.0>	$189.8	$281.2	$376.5	$474.6	$575.7	$679.8	$787.0	$897.5	$1,011.2

Balance Sheet

		Projection Period									
	Pro Forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Cash and Cash Equivalents	$25.0	$104.0	$189.8	$281.2	$376.5	$474.6	$575.7	$679.8	$787.0	$897.5	$1,011.2

= Ending Cash Balance$_{2009}$ (from Cash Flow Statement)

După cum se arată în Figura 5.10, în 2009E, ValueCo generează numerar în exces pentru perioada de 79 milioane USD, care se adaugă la soldul de numerar inițial de 25 milioane USD pentru a produce un sold de numerar final de 104 milioane USD. Această sumă este legată de elementul rând numerar și echivalente de numerar din 2009E din bilanț.

În acest moment al construcției modelului LBO, bilanțul trebuie să se echilibreze (adică activele totale sunt egale cu suma datoriilor totale și a capitalurilor proprii) pentru fiecare an din perioada de proiecție. Dacă acesta este cazul, atunci modelul funcționează corect și structura tranzacției poate fi introdusă în surse şi utilizări.

Dacă bilanţul nu se echilibrează, atunci bancherul trebuie să revizuiască paşii efectuati până în acest moment şi să corecteze orice erori de introducere, de legătură sau de calcul care împiedică funcţionarea corectă a modelului. Paşii greșiți obișnuiți includ deprecierea sau cheltuielile de investiții necorespunzător legate de IMM sau modificări ale conturilor din bilanț care nu sunt reflectate corespunzător în situația fluxurilor de numerar.

PASUL III. STRUCTURA TRANZACȚIILOR DE INTRARE

ANEXA 5.11 Pași pentru introducerea structurii tranzacției

Pasul III(a): Introduceți ipotezele prețului de achiziție
Pasul III(b): Introduceți structura de finanțare în surse și utilizări
Pasul III(c): Conectați surse și utilizări la coloanele de ajustări ale bilanțului

Pasul III(a): Introduceți ipotezele prețului de achiziție

Un preț de achiziție trebuie asumat pentru o anumită țintă pentru a determina structura de finanțare de susținere (datorii și capitaluri proprii).

Pentru LBO ilustrativ al ValueCo (o companie privată), am presupus că un sponsor își bazează prețul de achiziție și structura de finanțare pe LTM ValueCo.

30.09.08 EBITDA de 146,7 milioane USD și încheierea unei tranzacții la sfârșitul anului. [172]De asemenea, am însumat un multiplu de achiziție de 7,5x EBITDA LTM, care este în concordanță cu multiplii plătiți pentru ținte LBO similare (conform analizei precedente ilustrative a tranzacțiilor efectuate în Capitolul 2, a se vedea Anexa 2.33). Acest lucru are ca rezultat o valoare a întreprinderii de 1.100 milioane USD și un preț implicit de cumpărare a capitalului propriu de 825 milioane USD după scăderea datoriei nete a ValueCo de 275 milioane USD.

ANEXA 5.12 Secțiunea de introducere a prețului de achiziție din Ipoteze Pagina 3 (a se vedea Figura 5.54) – Multiplu al EBITDA

($ în milioane)

Pretul de achizitie	
Țintă publică/privată	**2**
EBITDA de intrare Multiplu	7,5x
LTM 30.09.2008 EBITDA	146,7
Valoarea întreprinderii	**1.100,0 USD**
Mai puțin: Datoria totală	(300,0)
Mai puțin: Valori mobiliare preferate	-
Mai puțin: interes fără control	-
Plus: numerar și echivalente de numerar	25,0
Prețul de cumpărare a capitalului propriu	**825,0 USD**

Introduceți „1” pentru o țintă publică
Introduceți „2” pentru o țintă privată
** Șablonul nostru de model LBO actualizează automat etichetele și calculele pentru fiecare selecție (vezi Anexa 5.13)*

Pentru o companie publică, prețul de cumpărare a acțiunilor se calculează prin înmulțirea prețului de ofertă pe acțiune cu acțiunile în circulație ale țintei, diluate complet. [173]Datoria netă este apoi adăugată la prețul de cumpărare a capitalului propriu pentru a ajunge la o valoare implicită a întreprinderii (a se vedea Figura 5.13).

ANEXA 5.13 Ipoteze privind prețul de cumpărare – Prețul ofertei per acțiune

($ în milioane, cu excepția datelor pe acțiune)

Pretul de achizitie	
Țintă publică/privată	**1**
Prețul ofertei pe acțiune	16,50 USD
Acțiuni în circulație complet diluate	50,0
Prețul de cumpărare a capitalului propriu	**825,0 USD**
Plus: Datoria totală	300,0
Plus: Valori mobiliare preferate	-
Plus: interes fără control	-
Mai puțin: numerar și echivalente de numerar	(25,0)
Valoarea întreprinderii	**1.100,0 USD**

Pasul III(b): Introduceți structura de finanțare în surse și utilizări

Un tabel de surse și utilizări este utilizat pentru a rezuma fluxul de fonduri necesar pentru a

[172]Deoarece ValueCo este privat, am introdus un „2” în celula de comutare pentru ținta publică/privată (a se vedea Anexa 5.12).
[173]În acest caz, un „1” va fi introdus în celula de comutare pentru ținta publică/privată (a se vedea Anexa 5.13).

consuma o tranzacţie. Sursele *de fonduri* se referă la capitalul total utilizat pentru finanțarea unei achiziții. Utilizările *fondurilor* se referă la acele elemente finanțate din sursele de capital - în acest caz, achiziționarea de capitaluri proprii ValueCo, rambursarea datoriilor existente și plata taxelor şi cheltuielilor de tranzacţie. Indiferent de numărul şi tipul componentelor care cuprind sursele și utilizările fondurilor, suma surselor de fonduri trebuie să fie egală cu suma utilizărilor fondurilor.

Am introdus sursele şi utilizările fondurilor pentru multiplele structuri de finanțare analizate pentru LBO ValueCo într-o pagină de ipoteze (a se vedea Anexele 5.14 şi 5.54).

ANEXA 5.14 Structuri de finanțare Secțiunea de intrare a ipotezelor Pagina 3 (a se vedea Anexa 5.54)

($ în milioane)

Structuri de finanțare

	Structura				
	1	2	3	4	5
Surse de fonduri	**Structura 1**	**Structura 2**	**Structura 3**	**Structura 4**	**Status-quo**
Dimensiunea facilitatii de credit	100,0 USD	100,0	100,0 USD	100,0 USD	-
Tragerea facilitatii de credit revolving	-	-	25,0	-	-
Împrumut pe termen A	-	125,0	-	-	-
Împrumut pe termen B	450,0	350,0	350,0	425,0	-
Împrumut pe termen C	-	-	-	-	-
Al 2-lea Lian	-	-	-	-	-
Note senior	-	-	150,0	-	-
Obligațiuni subordonate senior	300,0	300,0	250,0	325,0	-
Contribuție la capitaluri proprii	385,0	360,0	385,0	410,0	-
Rollover Equity	-	-	-	-	-
Numerar la îndemână	25,0 -	25,0 -	-	-	-
			-	-	-
Surse totale de fonduri	**1.160,0 USD**	**1.160,0 USD**	**1.160,0 USD**	**1.160,0 USD**	**-**
Utilizarea fondurilor					
Prețul de cumpărare a capitalului	825,0 USD	825,0 USD	825,0 USD	825,0 USD	-
Rambursarea datoriilor bancare	300,0	300,0	300,0	300,0	-
Prime de licitație / apel	-	-	-	-	-
Taxe de finanțare	20,0	20,0	20,0	20,0	-
Alte taxe și cheltuieli - - - -	15.0	15,0 -	15,0 -	15,0 -	-
	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-
	-				-
Utilizarea totală a fondurilor	**1.160,0 USD**	**1.160,0 USD**	**1.160,0 USD**	**1.160,0 USD**	**-**

Sursele de fonduri Structura 1 a servit drept structură preliminară de finanțare propusă pentru LBO ValueCo. După cum se arată în Anexa 5.14, acesta constă din:

- de milioane USD („TLB”)
- Note subordonate senior de 300 de milioane de dolari („note”)
- Contribuție de capital de 385 milioane USD
- 25 de milioane de dolari în numerar la îndemână

Această structură preliminară de finanțare constă dintr-un efect de levier garantat senior de 3,1x EBITDA LTM, un efect de levier total de 5,1x și un procent de contribuție la capital propriu de aproximativ 33% (a se vedea Figura 5.2).

De asemenea, am avut în vedere o facilitate de credit revolving neutilizată de 100 de milioane de dolari („re volver”) ca parte a finanțării. Deși nu este o sursă reală de finanțare pentru LBO ValueCo, revolverul oferă lichidități pentru a finanța nevoile sezoniere anticipate de capital

de lucru, emiterea de scrisori de credit și alte utilizări de numerar la, sau după, închidere.

Utilizările fondurilor Utilizările fondurilor includ:

- cumpărarea capitalurilor proprii ValueCo pentru 825 milioane USD
- rambursarea împrumutului existent pe termen de 300 de milioane USD al ValueCo[174]
- plata taxelor și cheltuielilor totale de tranzacție de 35 milioane USD (constând în comisioane de finanțare de 20 milioane USD și alte taxe și cheltuieli de 15 milioane USD)

Sursele și utilizările totale ale fondurilor sunt de 1.160 milioane USD, ceea ce este cu 60 milioane USD mai mare decât valoarea implicită a întreprinderii calculată în Figura 5.12. Acest lucru se datorează plății a 35 milioane USD din taxe și cheltuieli totale și utilizării a 25 milioane USD din numerar disponibil ca sursă de finanțare.

Pasul III(c): Conectați surse și utilizări la coloanele de ajustări ale bilanțului

Odată ce sursele și utilizările fondurilor sunt introduse în model, fiecare sumă este legată de celula corespunzătoare din coloanele de ajustări adiacente bilanţului de deschidere (a se vedea Anexa 5.15). Orice fond comercial creat, totuși, trebuie să fie calculat pe baza prețului de cumpărare a capitalului propriu şi a valorii contabile existente a capitalului propriu (a se vedea Anexa 5.20). Contribuția la capitaluri proprii trebuie, de asemenea, ajustată pentru a ține cont de orice comisioane și cheltuieli legate de tranzacție (altele decât comisioanele de finanțare) care sunt cheltuite în avans. [175]Aceste ajustări servesc pentru a lega bilanţul de deschidere cu bilanţul de închidere pro forma, care formează baza pentru proiectarea bilanţului ţintei pe toată perioada de proiecţie.

[174]În cazul în care ținta are o datorie refinanțată cu costurile de spargere asociate (de exemplu, prime de apel sau de licitație), acele cheltuieli sunt incluse în utilizările fondurilor.
[175]În conformitate cu FAS 141(R), costurile tranzacțiilor de fuziuni și achiziții sunt cheltuite pe măsură ce sunt suportate. Comisioanele de finanțare a datoriei, totuși, continuă să fie tratate ca costuri amânate și amortizate pe durata de viață a instrumentelor de datorie asociate.

ANEXA 5.15 Surse și utilizări Legături către bilanţ

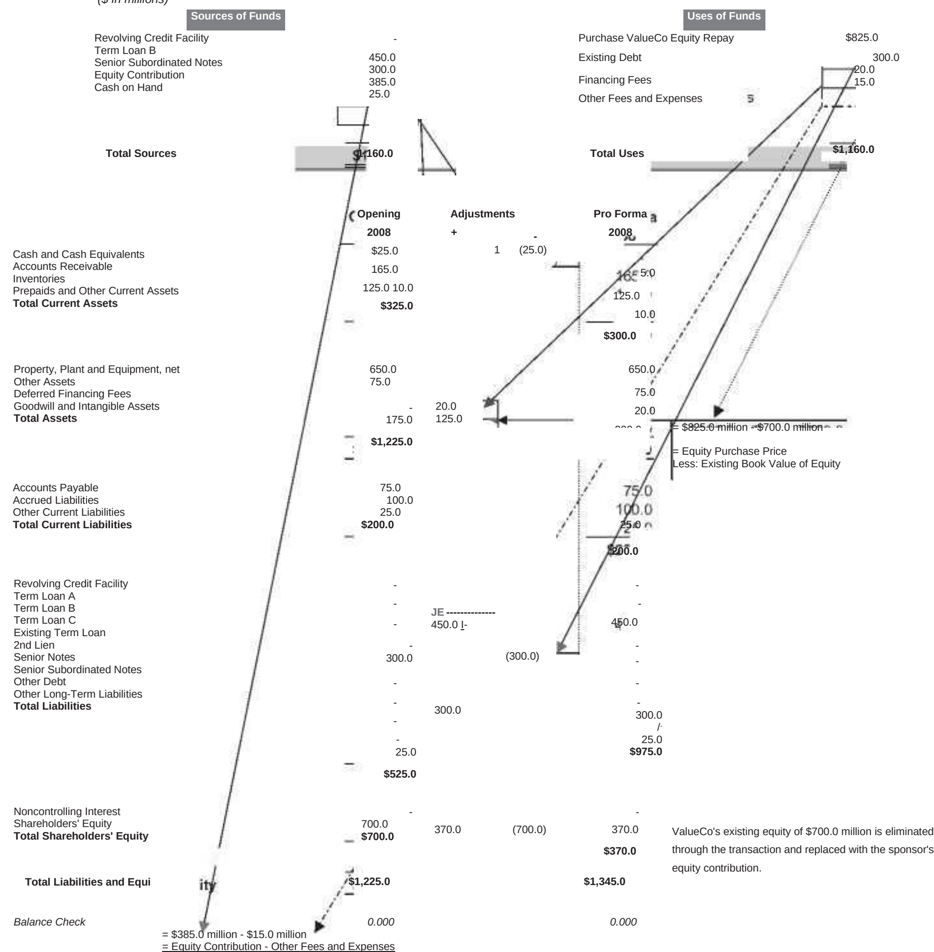


Figura 5.16 oferă un rezumat al ajustărilor tranzacției la bilanțul de deschidere.

Legăturile surselor de fonduri Legăturile bilanţului de la sursele de fonduri la coloanele de ajustări sunt destul de simple. Fiecare sursă de capital de datorie corespunde unui element rând cu denumirea similară din bilanţ și este legată ca adaos în coloana de ajustare corespunzătoare. Cu toate acestea, pentru aportul de capital propriu, comisioanele și cheltuielile legate de tranzacție trebuie deduse în celula corespunzătoare în timpul conectării.

Împrumut la termen B, titluri subordonate senior și contribuție la capitalul propriu După cum se arată în Figura 5.17, în LBO ValueCo, noul TLB de 450 milioane USD, bilete de 300 milioane USD și contribuția la capitaluri proprii de 370 milioane USD (370 milioane USD după deducerea 15 milioane USD

ANEXA 5.16 Ajustări ale bilanțului

($ în milioane)

Ajustări	
Adăugiri	**Eliminări**
Active **+** Fondul comercial de 125 milioane USD **+** 20 de milioane USD din taxe de finanțare	**Active** **–** 25 de milioane de dolari numerar la îndemână
Datorii **+** 450 milioane USD din împrumutul pe termen B **+** 300 de milioane USD de Note Subordonate	**Datorii** **–** 300 milioane USD din împrumut pe termen existent
Capitaluri proprii **+** 385 milioane USD contribuție la capitalul propriu al sponsorului	**Capitaluri proprii** **–** 700 milioane USD din capitalul propriu al acționarilor existenți **–** Alte taxe și cheltuieli de 15 milioane USD

a altor comisioane și cheltuieli) au fost legate de la sursele de fonduri la elementele-rând corespunzătoare din bilanț ca adaos în coloana de ajustare „ + ”.

ANEXA 5.17 Împrumut la termen B, Obligațiuni subordonate senior și Contribuție la capitaluri proprii

($ în milioane)

Bilanţ

	Deschidere 2008	Ajustări +	Ajustări -	Pro Forma 2008
Facilitatea de credit revolving	-			-
Împrumut pe termen B	-	450,0		450,0
Împrumut pe termen existent	300,0			300,0
Obligațiuni subordonate senior	-	300,0		300,0
Alte datorii pe termen lung	25,0			25,0
Total datorii	**525,0 USD**			**1.275,0 USD**
Interes fără control	-			-
Capitaluri proprii	700,0	370,0 1		1.070,0
Capitalul propriu total	**700,0 USD**			**1.070,0 USD**
Total datorii și capitaluri proprii	**1.225,0 USD**			**2.345,0 USD**

= 385,0 milioane USD - 15,0 milioane USD
= Contribuție capitală - Alte taxe și cheltuieli

Numerar în mână După cum se arată în Figura 5.18, utilizarea de 25 milioane USD a numerarului disponibil a fost legată de sursele de fonduri ca o ajustare negativă a soldului de numerar de deschidere, deoarece este folosit ca sursă de finanțare.

ANEXA 5.18 Numerar la mână

($ în milioane)

Bilanţ

	Ajustări de deschidere 2008	+	-	Pro Forma 2008
Cash and Cash Equivalents	25,0 USD	(25,0)	-	

Utilizări ale linkurilor de fonduri

Cumpărați capitaluri proprii ValueCo După cum se arată în Figura 5.19, capitalurile proprii ale deținătorilor de acțiuni ale ValueCo de 700 milioane USD, care sunt incluse în prețul de achiziție de 825 milioane USD, a fost eliminată ca o ajustare negativă şi înlocuită cu contribuția la capitalul propriu a sponsorului (mai puțin alte taxe și cheltuieli).

ANEXA 5.19 Cumpărați capitaluri proprii ValueCo

($ în milioane)

Bilanţ

	2008	Ajustări de deschidere +	Ajustări de deschidere -	Pro Forma 2008
Noncontrolling Interest				
Shareholders' Equity	700,0	370,0	(700,0)	370,0
Total Shareholders' Equity	**700,0 USD**			**370,0 USD**

Fondul comercial creat Fondul comercial este creat din excesul plătit pentru o țintă peste valoarea sa contabilă existentă. Pentru LBO ValueCo, acesta este calculat ca prețul de cumpărare a capitalului propriu de 825 milioane USD mai puțin valoarea contabilă de 700 milioane USD. După cum se arată în Figura 5.20, valoarea netă de 125 milioane USD se adaugă la fondul comercial existent de 175 milioane USD , însumând fondul comercial total pro forma de 300 milioane USD. [176]Fondul comercial creat rămâne în bilanţ (neamortizat) pe toată durata de viaţă a investiţiei, dar este testat anual pentru depreciere.

ANEXA 5.20 Fondul comercial creat

($ în milioane)

Bilanţ

	2008	Ajustări de deschidere +	Ajustări de deschidere -	Pro Forma 2008
Property, Plant and Equipment, net	650,0			650,0
Goodwill and Intangible Assets	175,0	125,0		300,0

Calculul fondului comercial

Prețul de cumpărare a capitalului propriu	825,0 USD
Mai puțin: valoarea contabilă existentă a capitalurilor proprii	(700,0)
Fondul comercial a creat	**125,0 USD**
Plus: Fondul comercial existent	175.0
Fondul comercial total	**300,0 USD**

[176]Alocarea întregii prime de preț de cumpărare fondului comercial este o ipoteză simplificatoare în scopul acestei analize. Într-o tranzacție reală, prețul de cumpărare în exces față de valoarea contabilă existentă a capitalului propriu este alocat activelor, cum ar fi imobilizări și proprietăți necorporale, precum și altor elemente din bilanț, pentru a reflecta valoarea lor justă de piață la momentul achiziției. Excesul de preț de cumpărare rămas este apoi alocat fondului comercial. Din perspectiva fluxului de numerar, într-o vânzare de acțiuni (a se vedea Anexa 6.10), nu există nicio diferență între alocarea întregii prime de cumpărare către fondul comercial și nu consemnarea altor active la valoarea justă de piață. Cu toate acestea, într-o vânzare de active (a se vedea Planșa 6.10), există diferențe în fluxurile de numerar în funcție de alocarea fondului comercial la imobilizările corporale și necorporale, deoarece amortizarea este deductibilă fiscal.

Rambursarea datoriei existente Se presupune că împrumutul existent pe termen de 300 de milioane de dolari ValueCo va fi refinanțat ca parte a noii structuri de finanțare LBO, care include 750 de milioane de dolari din datoria totală finanțată. După cum se arată în Figura 5.21, acest lucru este realizat în model prin legarea rambursării împrumutului existent pe termen de 300 de milioane USD direct de la utilizarea fondurilor ca o ajustare negativă.

ANEXA 5.21 Rambursarea datoriei existente *(milioane USD)*

Bilanţ	Opening 2008	Adjustments +-	Pro Forma 2008
Revolving Credit Facility			
Term Loan B Existing		450.0	450.0
Term Loan	300.0	(300.0)	

Taxe de finanțare Spre deosebire de taxele și cheltuielile legate de tranzacțiile de fuziuni și achiziții, comisioanele de finanțare sunt o cheltuială amânată și, ca atare, nu sunt cheltuite imediat. Prin urmare, comisioanele de finanțare amânate sunt capitalizate ca un activ în bilanț, ceea ce înseamnă că sunt legate de utilizările fondurilor ca o completare la elementul rând corespunzător (a se vedea Anexa 5.22). Comisioanele de finanțare asociate fiecărui instrument de datorie sunt amortizate liniar pe durata de viață a obligației. [177]După cum s-a discutat anterior, amortizarea este o cheltuială fără numerar și, prin urmare, trebuie adăugată înapoi la venitul net în secțiunea activități de exploatare a situației fluxurilor de numerar a modelului în fiecare an al perioadei de proiecție.

Pentru LBO ValueCo, am calculat taxele de finanțare asociate cu structura de finanțare avută în vedere la 20 milioane USD. Calculul nostru ilustrativ se bazează pe comisioane de 1,75% pentru aranjarea facilităților de credit garantate senior (revolverul și TLB), 2,25% pentru subscrierea bancnotelor, 1,00% pentru angajamentul la un împrumut punte pentru note și 0,6 milioane USD pentru alte comisioane și cheltuieli de finanțare.[178]

Aranjatorul principal stâng al unei facilități de credit revolving servește de obicei ca „ - Agent administrativ" [179]și primește o taxă anuală de agent administrativ (de exemplu, 150.000 USD), care este inclusă în cheltuiala cu dobânzile în contul de profit și pierdere.[180]

Alte taxe și cheltuieli Alte taxe și cheltuieli includ în mod obișnuit plăți pentru servicii, cum ar fi consultanță de fuziuni și achiziții (și eventual o taxă de tranzacție cu sponsorul), juridice,

[177]Deși comisioanele de finanțare sunt plătite integral subscrietorilor la încheierea tranzacției, acestea sunt amortizate în conformitate cu durata garanției în scopuri contabile. Comisioanele de finanțare amânate din tranzacțiile anterioare de finanțare sunt de obicei cheltuite atunci când datoria însoțitoare este retrasă și apar ca o taxă unică a venitului net al țintei, reducând astfel rezultatul reportat și capitalurile proprii.
[178]Comisioanele depind de instrumentul de datorie, de condițiile pieței și de situația specifică. Taxele prezentate sunt doar cu titlu ilustrativ și sunt indicative pentru cele utilizate la mijlocul anilor 2000.
[179]Banca care monitorizează facilitățile de credit, inclusiv urmărirea creditorilor, gestionarea plăților dobânzilor și a principalului și funcțiile administrative asociate de back-office.
[180]Taxa pentru primul an al facilității este, în general, plătită aranjatorului principal la încheierea finanțării.

contabilitate și consultanță, precum și alte costuri diverse legate de tranzacții. Pentru LBO ValueCo, am estimat această sumă la 15 milioane USD. În contextul surselor și utilizărilor LBO, această sumă este compensată în avans cu aportul de capital propriu.

ANEXA 5.22 Taxe de finanțare

($ în milioane)

Bilanţ

	Opening 2008	Adjustments +	Adjustments -	Pro Forma 2008
Imobilizări, instalații și echipamente, net	650,0			650,0
Fondul comercial și imobilizările necorporale	175,0	125,0		300,0
Alte Active	75,0			75,0
Taxe de finanțare amânate	-	20,0		20,0
Active totale	**1.225,0 USD**			**1.345,0 USD**

Calculul taxelor de finanțare

	Dimensiune	Taxe (%)	Taxe ($)
Dimensiunea facilitatii de credit revolving	100,0 USD	1,75%	1,8 USD
Împrumut pe termen B	450,0	1,75%	7,9
Obligațiuni subordonate senior	300,0	2,25%	6,8
Facilitatea de pod subordonată senior	300,0	1,00%	3,0
Alte taxe și cheltuieli de finanțare	-	-	0,6
Taxele totale de finanțare			**20,0 USD**

PASUL IV. COMPLETAȚI MODELUL POST-LBO

ANEXA 5.23 Pași pentru a finaliza modelul post-LBO

Pasul IV(a): Construiți un program de datorii
Pasul IV(b): Completați declarația de venit pro forma de la EBIT la venitul net
Pasul IV(c): Completați Bilanțul Pro Forma
Pasul IV(d): Completați situația de flux de numerar pro forma

Pasul IV(a): Construiți un program de datorii

Programul de îndatorare este o componentă integrantă a modelului LBO, servind la stratificarea efectelor pro forma ale structurii de finanțare LBO asupra situațiilor financiare ale țintei. [181]Mai exact, programul de îndatorare îi permite bancherului să:

- completați declarația de profit și pierdere proforma de la EBIT la venitul net
- completați secțiunile proforma cu pasivele pe termen lung și capitalurile proprii ale bilanțului
- completați secțiunea activități de finanțare pro forma din situația fluxurilor de numerar

După cum se arată în Anexa 5.27, graficul datoriei aplică fluxul de numerar liber pentru a efectua rambursări obligatorii și opționale a datoriilor, calculând astfel soldurile anuale de început și de sfârșit pentru fiecare tranșă de datorie. Sumele de rambursare a datoriilor sunt legate de secțiunea activități de finanțare din situația fluxurilor de trezorerie, iar soldurile finale ale datoriilor sunt legate de bilanţ. Graficul datoriei este, de asemenea, utilizat pentru a calcula cheltuiala anuală cu dobânzile pentru instrumentele de datorie individuale, care este legată de contul de profit și pierdere.

Programul datoriilor este de obicei construit în conformitate cu securitatea şi vechimea împrumuturilor, titlurilor și altor instrumente de datorie din structura capitalului (adică, începând cu revolverul, urmat de tranșe de împrumut la termen și obligațiuni). După cum este detaliat în paginile următoare, am început construcția programului de datorii a ValueCo prin introducerea *curbei LIBOR forward* , urmată de calculul numerarului anual proiectat disponibil pentru rambursarea datoriilor (flux de numerar liber). Am introdus apoi termenii cheie pentru fiecare instrument de datorie individual în structura de finanțare (adică mărimea, termenul, cuponul și programul de rambursare/amortizare obligatorie, dacă există).

Curba LIBOR forward Pentru instrumentele de datorie cu rată variabilă, cum ar fi facilitățile de credit revolving și împrumuturile la termen, ratele dobânzilor se bazează de obicei pe LIBOR [182]plus un spread fix. Prin urmare, pentru a calcula cheltuielile anuale cu dobânzile proiectate, bancherul

[181]În locul unui program de îndatorare, unele șabloane de model LBO folosesc formule în celulele corespunzătoare din secțiunea activități de finanțare din situația fluxurilor de numerar și elementul (elementele) rând de cheltuieli cu dobânda din contul de profit și pierdere pentru a îndeplini aceleași funcții.
[182]LIBOR la 3 luni este utilizat în general.

trebuie să introducă mai întâi estimările LIBOR viitoare pentru fiecare an al perioadei de proiecție. LIBOR pentru anii următori provine de obicei din curba LIBOR Forward furnizată de Bloomberg.[183]

ANEXA 5.24 Curba LIBOR forward

(milioane USD, an fiscal încheiat la 31 decembrie)

Programul datoriilor

		Perioada de proiecție									
	Pro forma 2008	**Anul 1 2009**	**Anul 2 2010**	**Anul 3 2011**	**Anul 4 2012**	**Anul 5 2013**	**Anul 6 2014**	**Anul 7 2015**	**Anul 8 2016**	**Anul 9 2017**	**Anul 10 2018**
Curba LIBOR forward	*3,00%*	*3,00%*	*3,15%*	*3,30%*	*3,60%*	*4,00%*	*4,35%*	*4,80%*	*4,85%*	*5,10%*	*5,25%*

După cum se arată în elementul rând al curbei LIBOR forward din Figura 5.24, LIBOR este de așteptat să crească treptat pe parcursul perioadei de proiecție de la 300 bps în 2009E la 525 bps până în 2018E. [184]Margenele de preț pentru revolver și TLB sunt adăugate la LIBOR forward în fiecare an al perioadei de proiecție pentru a calcula ratele anuale ale dobânzii. De exemplu, rata dobânzii din 2009E pentru revolverul ValueCo, care are un preț la L + 325 bps, este de 6,25% (300 bps LIBOR + 325 bps spread, vezi Anexa 5.26).

Numerar disponibil pentru rambursarea datoriilor (Fluxul de numerar liber) Numerarul disponibil anual proiectat pentru rambursarea datoriilor este suma fluxurilor de numerar furnizate de activitățile de exploatare și investiții în situația fluxurilor de numerar. Acesta este calculat într-o secțiune de sub intrările curbei LIBOR forward. Pentru fiecare an din perioada de proiecție, această sumă este utilizată mai întâi pentru a efectua rambursări obligatorii ale datoriilor pe tranșele de împrumut la termen. [185]Fluxul de numerar rămas este utilizat pentru a efectua rambursări opționale a datoriilor, așa cum este calculat în numerarul disponibil pentru elementul rând de rambursare opțională a datoriilor (a se vedea Anexa 5.25).

În plus față de fluxul de numerar liber generat intern, numerarul existent din bilanț poate fi utilizat („măturat") pentru a face rambursări incrementale ale datoriilor (a se vedea numerar din elementul rând din bilanț în Anexa 5.25). În cazul ValueCo, totuși, nu există numerar în bilanțul pro forma la închidere, deoarece este utilizat ca parte a finanțării tranzacției. În cazul în care bilanțul post-LBO are un sold de numerar, bancherul poate alege să păstreze un nivel minim constant de numerar în bilanţ pe toată perioada de proiecţie, introducând o sumă în dolari la rubrica „MinCash" (a se vedea Anexa 5.25).

După cum se arată în Figura 5.25, pro forma pentru LBO, ValueCo generează 65,3 milioane USD de fluxuri de numerar din activitățile operaționale în 2009E. Compensarea (21,6 milioane USD) a fluxului de numerar din activitățile de investiții are ca rezultat numerar disponibil pentru rambursarea datoriilor de 43,7 milioane USD. După ce a îndeplinit amortizarea obligatorie de 4,5 milioane USD a TLB, ValueCo are 39,2 milioane USD în numerar disponibil pentru rambursarea opțională a datoriilor.

[183]Funcția Bloomberg: „FWCV", selectați „US" (dacă prețul se bazează pe LIBOR SUA).

[184]După declanșarea crizei creditelor ipotecare subprime și a crizei creditului care a urmat și a reducerilor rezultate din dobânzile de către Rezerva Federală, investitorii au insistat asupra „plajelor LIBOR" în multe noi tranzacții bancare. Un plafon LIBOR garantează un cupon minim pentru investitori, indiferent de cât de scăzut scade LIBOR. De exemplu, un împrumut la termen la prețul de L + 350 bps cu un nivel LIBOR de 325 bps va avea un cost al capitalului de 6,75% chiar dacă LIBOR predominant este mai mic de 325 bps.

[185]Rambursările obligatorii sunt determinate în conformitate cu programul de amortizare al fiecărui instrument de datorie .

EXHIBIT 5.25 Cash Available for Debt Repayment (Free Cash Flow)

Debt Schedule

				Projection Period							
	Pro forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Forward LIBOR Curve	3.00%	3.00%	3.15%	3.30%	3.60%	4.00%	4.35%	4.80%	4.85%	5.10%	5.25%
				$83.4	$90.2	$96.3	$103.2	$110.7	$117.1	$122.9	$128.8
				(23.8)	(24.5)	(25.3)	(26.0)	(26.8)	(27.6)	(28.4	(29.3)
				$59.6	**$65.7**	**$71.1**	**$77.2**	**$83.9**	**$89.5**	**$94.4**	**$99.6**
				(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	-	-	-
				-	-	-	-	-	3.2	92.7	187.2
				$55.1	**$61.2**	**$66.6**	**$72.7**	**$79.4**	**$92.7**	**$187.2**	**$286.7**

= Mandatory Repayments on the Term Loan B, calculcated as 1% x $450.0 million

= IF (Cash Balance toggle = 1, then sweep cash from the Balance Sheet less the Minimum Cash Balance, otherwise display 0)

= Cash Flow for Debt Repayment $_{2012}$ - Term Loan B Mandatory Repayment$_{2012}$
= $65.7 million + ($4.5) million

Facilitatea de credit revolving În secțiunea „Facilitate de credit revolving" a programului datoriilor, bancherul introduce marja, termenul și comisionul de angajament asociat cu facilitatea (a se vedea Anexa 5.26). Dimensiunea facilității este legată de o pagină de ipoteze în care este introdusă structura de finanțare (a se vedea Anexele 5.14 și 5.54) și elementul rând de sold de început pentru primul an al perioadei de proiecție este legat de bilanț. Dacă nu se are în vedere nicio tragere revolver ca parte a structurii de finanțare LBO, atunci soldul de început

este zero.

Elementul rând de tragere/(rambursare) al revolverului se alimentează din numerarul disponibil pentru elementul rând opțional de rambursare a datoriilor din partea de sus a programului datoriilor. În cazul în care numerarul disponibil pentru rambursarea opțională a datoriei este negativ în orice an (de exemplu, într-un caz negativ), este necesară o tragere revolver (sau utilizarea numerarului în bilanţ, dacă este cazul). În perioada următoare, datoria de revolver restante este apoi rambursată mai întâi din orice numerar pozitiv disponibil pentru rambursarea opțională a datoriei (adică, odată ce rambursările obligatorii sunt îndeplinite).

În legătură cu ValueCo LBO, am avut în vedere un revolver de 100 de milioane de dolari, care are un preț de L + 325 bps cu un termen de șase ani. Se presupune că revolverul este netras la încheierea tranzacției și rămâne netras pe toată perioada de proiecție. Prin urmare, nu sunt suportate cheltuieli cu dobânda. ValueCo, totuși, trebuie să plătească o taxă anuală de angajament de 50 bps pentru porțiunea netrasă a revolverului, ceea ce se traduce într-o cheltuială de 500.000 USD (100 milioane USD x 0,50%) pe an (vezi Anexa 5.26). [186]Această sumă este inclusă în cheltuiala cu dobânzile în contul de profit și pierdere.

Facilitatea de împrumut pe termen În secțiunea „Facilitatea de împrumut pe termen" a programului datoriilor, bancherul introduce marja, termenul și programul de rambursare obligatoriu asociat cu facilitatea (vezi Anexa 5.27). Mărimea unității este legată de sursele și utilizările fondurilor de pe pagina cu rezumatul tranzacției (a se vedea Anexa 5.46). Pentru LBO ValueCo, am avut în vedere un TLB de 450 milioane USD cu un cupon de L + 350 bps și un termen de șapte ani.

Rambursări obligatorii (amortizare) Spre deosebire de o facilitate de credit revolving, care necesită doar rambursarea la data scadenței a tuturor avansurilor restante, o facilitate de împrumut pe termen este finanțată integral la încheiere și are un program stabilit de amortizare, așa cum este definit în contractul de credit corespunzător. În timp ce programele de amortizare variază în funcție de tranșa împrumutului pe termen, standardul pentru TLB este o amortizare de 1% pe an din valoarea principalului împrumutului, cu o plată globală a soldului împrumutului la scadență.[187]

După cum se menționează în Planșa 5.27 la punctul rând al programului de rambursare, noul TLB ValueCo necesită o plată anuală de amortizare de 1% echivalentă cu 4,5 milioane USD (450 milioane USD x 1%).

Rambursări opționale Un model LBO obișnuit utilizează o „măsurare a fluxului de numerar de 100%" care presupune că toți numerarul generat de țintă după efectuarea rambursării obligatorii a datoriilor este aplicat la rambursarea opțională a datoriei restante restante (de obicei

[186]În măsura în care se folosește revolverul, cheltuiala de angajament va scădea și ValueCo va fi percepută cu dobândă la suma extragerii revolverului la L + 325 bps.

[187]Contractele de credit au de obicei, de asemenea, o prevedere care impune împrumutatului să plătească anticipat împrumuturile pe termen într-o sumă egală cu un anumit procent (și definiție) din fluxul de numerar în exces și în cazul vânzărilor de active specificate și emiterii anumitor datorii sau capitaluri proprii.

ANEXA 5.26 Secțiunea Facilității de credit revolving din Programul datoriilor

Debt Schedule

		Projection Period									
	Pro forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Forward LIBOR Curve	3.00%	3.00%	3.15%	3.30%	3.60%	4.00%	4.35%	4.80%	4.85%	5.10%	5.25%
Cash Flow from Operating Activities		$65.3	$74.9	$83.4	$90.2	$96.3	$103.2	$110.7	$117.1	$122.9	$128.8
Cash Flow from Investing Activities		(21.6)	(22.9)	(23.8)	(24.5)	(25.3)	(26.0)	(26.8)	(27.6)	(28.4)	(29.3)
Cash Available for Debt Repayment		**$43.7**	**$52.0**	**$59.6**	**$65.7**	**$71.1**	**$77.2**	**$83.9**	**$89.5**	**$94.4**	**$99.6**
Total Mandatory Repayments	MinCash	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	-	-	-
Cash from Balance Sheet	-	-	-	-	-	-	-	-	3.2	92.7	187.2
Cash Available for Optional Debt Repayment		**$39.2**	**$47.5**	**$55.1**	**$61.2**	**$66.6**	**$72.7**	**$79.4**	**$92.7**	**$187.2**	**$286.7**

Revolving Credit Facility

Revolving Credit Facility Size	$100.0										
Spread	3.250%										
Term	6 years										
Commitment Fee on Unused Portion	0.50%										
Beginning Balance		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Drawdown / (Repayment)		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ending Balance		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Interest Rate		6.25%	6.40%	6.55%	6.85%	7.25%	7.60%	8.05%	8.10%	8.35%	8.50%
Interest Expense		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Commitment Fee		0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

= Ending Revolver Balance from Pro Forma 2008 Balance Sheet

= $LIBOR_{2009}$ + Spread on Revolver
= 3.00% + 3.25%

= Ending Balance from prior year

= Commitment Fee on Unused Portion x (Revolver Capacity - (Average of Beginning $Balance_{2016}$ and Ending $Balance_{2017}$))
= 0.50% x $100.0 million

= IF (Numerar disponibil pentru rambursarea datoriilor opționale $_{2018}$ > 0, apoi măturați valoarea negativă a minimului de (Numerar disponibil pentru rambursarea datoriilor opționale $_{2018}$ vs. soldul inițial $_{2017}$), în caz contrar, măturați valoarea negativă a minimului de (Numerar disponibil pentru rambursarea datoriilor opționale $_{2017}$)8 IF (Numerar disponibil pentru rambursarea datoriilor opționale 2018) Rambursarea datoriilor $_{2018}$ > 0, -MIN (Numerar disponibil pentru rambursarea opțională a datoriilor $_{2018}$, 0,0 USD), -MIN (Numerar)

ANEXA 5.27 Secțiunea Facilităţii de împrumut la termen din

($ in millions, fiscal year ending December 31)

Debt Schedule

	Pro forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
		Projection Period									
Forward LIBOR Curve	3.00%	3.00%	3.15%	3.30%	3.60%	4.00%	4.35%	4.80%	4.85%	5.10%	5.25%
Cash Flow from Operating Activities		$65.3	$74.9	$83.4	$90.2	$96.3	$103.2	$110.7	$117.1	$122.9	$128.8
Cash Flow from Investing Activities		(21.6)	(22.9)	(23.8)	(24.5)	(25.3)	(26.0)	(26.8)	(27.6)	(28.4)	(29.3)
Cash Available for Debt Repayment		**$43.7**	**$52.0**	**$59.6**	**$65.7**	**$71.1**	**$77.2**	**$83.9**	**$89.5**	**$94.4**	**$99.6**
Total Mandatory Repayments	**MinCash**	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	-	-	-
Cash from Balance Sheet	-	-	-	-	-	-	-	-	3.2	92.7	187.2
Cash Available for Optional Debt Repayment		**$39.2**	**$47.5**	**$55.1**	**$61.2**	**$66.6**	**$72.7**	**$79.4**	**$92.7**	**$187.2**	**$286.7**

Term Loan B Facility

Size	$450.0										
Spread	3.500%										
Term	7 years										
Repayment Schedule	1.0%	per Annum, Bullet at Maturity									
Beginning Balance		$450.0	$406.3	$354.2	$294.6	$228.9	$157.9	$80.7	-	-	-
Mandatory Repayments		(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	-	-	-
Optional Repayments		(39.2)	(47.5)	(55.1)	(61.2)	(66.6)	(72.7)	(76.2)	-	-	-
Ending Balance		**$406.3**	**$354.2**	**$294.6**	**$228.9**	**$157.9**	**$80.7**	**-**	**-**	**-**	**-**
Interest Rate		6.50%	6.65%	6.80%	7.10%	7.50%	7.85%	8.30%	8.35%	8.60%	8.75%
Interest Expense		27.8	25.3	22.1	18.6	14.5	9.4	3.3	-	-	-

= Ending Term Loan B Balance from Pro Forma 2008 Balance Sheet

= Interest Rate $_{2008}$ x Average(Beginning Balance $_{2009}$: Ending Balance $_{2009}$)
= 6.50% x Average of $450.0 million and $406.3 million

= The negative of the minimum of (Cash Flow Available for Optional Debt Repayment $_{2011}$ vs. Beginning Balance $_{2011}$ + Mandatory Amortization $_{2011}$)
= -MIN($55.1 : $354.2 million + ($4.5) million)

= IF (Soldul de început $_{2014}$ este mai mare de 0 și mai mare de 1% din suma principală, apoi scădeți 1% Amortizare obligatorie din suma principală a împrumutului la termen B, altfel afișați 0,0 USD) IF (157,9 milioane USD > 0 și >)
= 1% x 450,0 USD, apoi 1% x 450,0 USD în alt mod).

datorii bancare). În scopuri de modelare, datoria bancară este în general rambursată în următoarea ordine: sold revolver, împrumut la termen A, împrumut la termen B etc. [22]

Din perspectiva managementului riscului de credit, în mod ideal, ținta generează un flux de numerar liber cumulativ suficient în timpul perioadei de proiecție pentru a rambursa împrumutul (împrumuturile) pe termen(e) în limitele scadențelor definite. În unele cazuri, totuși, este posibil ca împrumutatul să nu ramburseze întregul sold al împrumutului pe termen în termenul propus și se va confrunta în schimb cu riscul de refinanțare pe măsură ce datoria scade.

După cum se arată în Figura 5.27, în 2009E, ValueCo va genera numerar disponibil pentru rambursarea datoriilor de 43,7 milioane USD. În urma rambursării obligatorii a principalului TLB de 4,5 milioane USD, ValueCo mai are 39,2 milioane USD în exces de flux de numerar liber . Aceste fonduri sunt folosite pentru a face rambursări opționale ale datoriilor pe TLB, care este plătibilă anticipat fără penalități. Prin urmare, soldul anului de început de 450 milioane USD este redus la un sold final de 406,3 milioane USD în urma rambursărilor combinate obligatorii și opționale ale datoriilor.

Cheltuieli cu dobânda Bancherul folosește de obicei o abordare a cheltuielilor medii cu dobânda pentru a determina cheltuielile anuale cu dobânda într-un model LBO. Această metodologie ține cont de faptul că datoria bancară este rambursată pe tot parcursul anului, mai degrabă decât la începutul sau la sfârșitul anului. Cheltuiala medie anuală a dobânzii pentru fiecare tranșă de datorie este calculată prin înmulțirea mediei soldurilor datoriilor de început și de sfârșit într-un anumit an cu rata dobânzii corespunzătoare.

După cum se arată în Figura 5.27, în 2009E, TLB ValueCo are un sold inițial de 450 milioane USD și un sold final de 406,3 milioane USD. Folosind abordarea datoriei medii, aceasta implică cheltuieli cu dobânzi de 27,8 milioane USD pentru TLB în 2009E ((450 milioane USD + 406,3 milioane USD)/2) x 6,5%). Cheltuielile cu dobânzile de 27,8 milioane USD sunt legate de graficul datoriilor la contul de profit și pierdere sub elementul rând corespunzător pentru cheltuielile cu dobânzile TLB.

Obligațiuni subordonate senior În secțiunea „Bblinote subordonate senior” a graficului datoriilor, bancherul introduce cuponul și termenul asociat titlului (a se vedea Anexa 5.28). Ca și în cazul TLB, suma principală a bancnotelor este legată de

ANEXA 5.28 Secțiunea Obligațiunilor subordonate senior din Programul de datorii

(milioane USD, an fiscal încheiat la 31 decembrie)

Programul datoriilor

	Perioada de proiecție									
	Pro forma Anul 1 Anul 2 Anul 3 Anul 4 Anul 5 Anul 6 Anul 7 Anul 8 Anul 9 Anul 10 2008						**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
	2013	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**				
Obligațiuni subordonate senior										
Termenul cuponului de mărime	$300.0 *10.000%* 10 years									
300,0 USD 300,0 USD 300 USD 300 USD 300 USD 300 USD 300 300 USD 300 300 USD 300 USD										
Beginning Balance	300 USD	300 USD	300 USD							
Repayment										
Ending Balance	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**
Interest Expense	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0

= Coupon on Senior Subordinated Notes x Principal Amount
= 10.0% x $300.0

sursele și utilizările fondurilor pe pagina cu rezumatul tranzacției (a se vedea Anexa 5.46). Spre deosebire de datoria bancară tradițională, obligațiunile cu randament ridicat nu sunt rambursabile anticipat fără penalități și nu au un program de rambursare obligatoriu înainte de plata bullet la scadență. Ca urmare, modelul nu presupune rambursarea obligațiunilor cu randament ridicat înainte de scadență, iar soldurile de început și de sfârșit pentru fiecare an din perioada de proiecție sunt egale.

Pentru LBO ValueCo, am avut în vedere o emitere de note subordonate senior de 300 milioane USD cu un cupon de 10% și o scadență de zece ani. Notele sunt instrumentul de datorie cu cea mai lungă durată din structura de finanțare. Deoarece bancnotele nu se amortizează și nu există o rambursare opțională din cauza perioadei de protecție a apelurilor (standard în obligațiunile cu randament ridicat), cheltuiala anuală cu dobânzile este de doar 30 milioane USD (300 milioane USD x 10%).

Programul de datorii finalizat este prezentat în Anexa 5.29.

Pasul IV(b): Completați declarația de venit pro forma de la EBIT la Venitul net

Cheltuiala medie anuală calculată cu dobânzile pentru fiecare împrumut, obligațiune sau alt instrument de datorie din structura capitalului este legată de la graficul de datorii completat la elementul-rând corespunzător din contul de profit și pierdere (a se vedea Anexa 5.30).[188]

Cheltuieli cu dobânzile în numerar Cheltuielile cu dobânzile în numerar se referă la dobânda în numerar reală a unei companii și la plățile asociate legate de finanțare într-un anumit an. Este suma cheltuielilor medii cu dobânzile pentru fiecare instrument de datorie cu plata în numerar plus comisionul de angajament pentru porțiunea neutilizată a revolverului și comisionul de agent administrativ.

După cum se arată în Figura 5.30, ValueCo este estimată să aibă cheltuieli în numerar cu dobânzi de 58,5 milioane USD în 2009E. Această sumă scade la 30,7 milioane USD până la sfârșitul perioadei de proiecție după ce datoria bancară este rambursată.

Cheltuieli totale cu dobânzi Cheltuielile totale cu dobânzile reprezintă suma cheltuielilor cu dobânzile în numerar și altele decât cele în numerar, în special amortizarea comisioanelor de finanțare amânate, care este conectată dintr-o pagină de ipoteze (a se vedea Anexa 5.54). Amortizarea taxelor de finanțare amânate, deși din punct de vedere tehnic nu este o cheltuială cu dobânzi, este inclusă în cheltuiala totală cu dobânzi, deoarece este o cheltuială financiară. Într-o structură de capital cu un instrument PIK, porțiunea de dobândă fără numerar ar fi, de asemenea, inclusă în cheltuielile totale cu dobânda și adăugată înapoi la fluxul de numerar din activitățile de exploatare în situația fluxurilor de numerar.

După cum se arată în Figura 5.30, ValueCo are comisioane de finanțare amânate fără numerar de 2,5 milioane USD în 2009E. Aceste taxe se adaugă la cheltuiala cu dobânzile în numerar din 2009E de 58,5 milioane USD, însumând 60,9 milioane USD din cheltuielile totale

[188]În acest moment, în model a fost creată o referință circulară centrată pe cheltuielile cu dobânzile. Cheltuielile cu dobânzile sunt utilizate pentru a calcula venitul net și pentru a determina numerarul disponibil pentru rambursarea datoriilor și soldurile finale ale datoriilor, care, la rândul lor, sunt utilizate pentru a calcula cheltuielile cu dobânzile. Foaia de calcul trebuie configurată pentru a efectua calculul circular (în Microsoft Excel) selectând Instrumente , Opțiuni , făcând clic pe fila „Calcul”, bifând caseta de lângă „Iterație” și setând câmpul „Iterații maxime” la 1000 (vezi Anexa 3.30).

cu dobânzi.

ANEXA 5.29 Programul de

($ in millions, fiscal year ending December 31)

Debt Schedule

		Projection Period									
	Pro forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Forward LIBOR Curve	3.00%	3.00%	3.15%	3.30%	3.60%	4.00%	4.35%	4.80%	4.85%	5.10%	5.25%
Cash Flow from Operating Activities		$65.3	$74.9	$83.4	$90.2	$96.3	$103.2	$110.7	$117.1	$122.9	$128.8
Cash Flow from Investing Activities		(21.6)	(22.9)	(23.8)	(24.5)	(25.3)	(26.0)	(26.8)	(27.6)	(28.4)	(29.3)
Cash Available for Debt Repayment		**$43.7**	**$52.0**	**$59.6**	**$65.7**	**$71.1**	**$77.2**	**$83.9**	**$89.5**	**$94.4**	**$99.6**
Total Mandatory Repayments	MinCash	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	-	-	-
Cash from Balance Sheet	-	-	-	-	-	-	-	-	3.2	92.7	187.2
Cash Available for Optional Debt Repayment		**$39.2**	**$47.5**	**$55.1**	**$61.2**	**$66.6**	**$72.7**	**$79.4**	**$92.7**	**$187.2**	**$286.7**
Revolving Credit Facility											
Revolving Credit Facility Size	$100.0										
Spread	3.250%										
Term	6 years										
Commitment Fee on Unused Portion	0.50%										
Beginning Balance		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Drawdown / (Repayment)		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ending Balance		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Interest Rate		6.25%	6.40%	6.55%	6.85%	7.25%	7.60%	8.05%	8.10%	8.35%	8.50%
Interest Expense		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Commitment Fee		0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Term Loan B Facility											
Size	$450.0										
Spread	3.500%										
Term	7 years										
Repayment Schedule	1.0%	per Annum, Bullet at Maturity									
Beginning Balance		$450.0	$406.3	$354.2	$294.6	$228.9	$157.9	$80.7	-	-	-
Mandatory Repayments		(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	-	-	-
Optional Repayments		(39.2)	(47.5)	(55.1)	(61.2)	(66.6)	(72.7)	(76.2)	-	-	-
Ending Balance		**$406.3**	**$354.2**	**$294.6**	**$228.9**	**$157.9**	**$80.7**	-	-	-	-
Interest Rate		6.50%	6.65%	6.80%	7.10%	7.50%	7.85%	8.30%	8.35%	8.60%	8.75%
Interest Expense		27.8	25.3	22.1	18.6	14.5	9.4	3.3	-	-	-
Senior Subordinated Notes											
Size	$300.0										
Coupon	10.000%										
Term	10 years										
Beginning Balance		$300.0	$300.0	$300.0	$300.0	$300.0	$300.0	$300.0	$300.0	$300.0	$300.0
Repayment		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ending Balance		**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**

picioare

ooe (Degetul de la picioare (Degetul de-la picioare (Degetul de la picioare (Degetul de-la

ANEXA 5.30 Declarația Pro Forma de venit proiectată – EBIT la venitul net

(milioane USD, an fiscal încheiat la 31 decembrie)

Declarația de venit

		Perioada de proiecție									
	Pro forma 2008	Anul 1 2009	Anul 2 2010	Anul 3 2011	Anul 4 2012	Anul 5 2013	Anul 6 2014	Anul 7 2015	Anul 8 2016	Anul 9 2017	Anul 10 2018
EBIT	130,0 USD	140,4 USD	148,8 USD	154,8 USD	159,4 USD	164,2 USD	169,1 USD	174,2 USD	179,4 USD	184,8 USD	190,4 USD
marja %	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*
Cheltuiala cu dobanda											
Împrumut pe termen revolving facilitate de	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
credit B	29.3	27.8	25.3	22.1	18.6	14.5	9.4	3.3	-	-	-
Obligațiuni subordonate senior	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Taxa de angajament pentru revolverul	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Taxa de agent administrativ	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Cheltuieli cu dobânzi în numerar	59,9	58,5	55,9	52,7	49,2	45,2	40,0	34,0	30,7 USD	30,7	30,7
Amortizarea taxelor de finanțare amânate	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.2	1.0	1.0	1.0
Cheltuieli totale cu dobânzile	62,4	60,9	58,4	55,2	51,7	47,6	42,5	36,2	31,7 USD	31,7	31,7
Venituri din dobânzi		-	-	-	-	-	-	(0,0)	(1,4)	(4,2)	(7,1)
Cheltuieli nete cu dobânda		60,9	58,4	55,2	51,7	47,6	42,5	36,1	30,2 USD	27,5	24,6
Câștigurile înainte de impozite		79,5	90,4	99,6	107,7	116,6	126,7	138.1	149,2	157,3	165,8
Cheltuiala cu impozitul pe venit		30.2	34.4	37.9	40,9	44.3	48.1	52.5	56,7	59,8	63,0
Venitul net		49,3	56,1	61,8	66,8	72,3	78,5	85,6	92,5 USD	97,5	102,8 USD
marja %		*4,6%*	*4,9%*	*5,2%*	*5,4%*	*5,7%*	*6,0%*	*6,4%*	*6,7%*	*6,9%*	*7,0%*

Cheltuieli nete cu dobânzi Cheltuielile nete cu dobânzi sunt calculate prin scăderea veniturilor din dobânzi primite la numerarul deținut în bilanțul unei companii din cheltuielile totale cu dobânzile. În LBO ValueCo, totuși, până în 2015E (Anul 7), când toată datoria de plată anticipată este rambursată și numerarul începe să se acumuleze în bilanţ, nu există venituri din dobânzi, deoarece soldul de numerar este zero. În 2016E, ValueCo este de așteptat să obțină venituri din dobânzi de 1,4 milioane USD, [189]care sunt compensate cu cheltuielile totale cu dobânzi de 31,7 milioane USD pentru a produce cheltuieli nete cu dobânzi de 30,2 milioane USD.

Venitul net Pentru a calcula venitul net al ValueCo pentru 2009E, am scăzut cheltuielile nete cu dobânzile de 60,9 milioane USD din EBIT de 140,4 milioane USD, ceea ce a dus la un câștig înainte de impozitare de 79,5 milioane USD. Apoi am înmulțit EBT cu rata de impozitare marginală a ValueCo de 38% pentru a produce o cheltuială fiscală de 30,2 milioane USD, care a fost compensată din EBT pentru a calcula un venit net de 49,3 milioane USD.

Venitul net pentru fiecare an din perioada de proiecție este legat de contul de profit și pierdere la situația fluxurilor de trezorerie ca prim element al activităților de exploatare. De asemenea, se alimentează în bilanț ca o adăugare la capitalurile proprii sub formă de rezultat reportat.

Declarația de profit și pierdere proforma completată este prezentată în Figura 5.31.

Pasul IV(c): Completați Bilanțul Pro Forma

Datorii Bilanțul se completează prin legarea soldurilor de sfârșit de an pentru fiecare instrument de datorie direct din graficul de datorie. Restul datoriilor imobilizate și nedatoriilor, înscrise în celelalte poziții rând datorii pe termen lung, sunt, în general, menținute constante la nivelul anului anterior, în absența unor îndrumări specifice ale conducerii.

[189]Se presupune o rată a dobânzii de 3% câștigată la numerar (folosind o metodă a soldului mediu), ceea ce indică un instrument al pieței monetare pe termen scurt.

ANEXA 5.31 Declarația de venit Pro Forma ValueCo

($ in millions, fiscal year ending December 31)

Income Statement

	Historical Period					Projection Period									
	2005	2006	2007	LTM 9/30/2008	Pro forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Sales	$780.0	$850.0	$925.0	$977.8	$1,000.0	$1,080.0	$1,144.8	$1,190.6	$1,226.3	$1,263.1	$1,301.0	$1,340.0	$1,380.2	$1,421.6	$1,464.3
% growth	*NA*	*9.0%*	*8.8%*	*NA*	*8.1%*	*8.0%*	*6.0%*	*4.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
Cost of Goods Sold	471.9	512.1	555.0	586.7	600.0	648.0	686.9	714.4	735.8	757.9	780.6	804.0	828.1	853.0	878.6
Gross Profit	$308.1	$337.9	$370.0	$391.1	$400.0	$432.0	$457.9	$476.2	$490.5	$505.2	$520.4	$536.0	$552.1	$568.7	$585.7
% margin	*39.5%*	*39.8%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*
Selling, General & Administrative	198.9	214.6	231.3	244.4	250.0	270.0	286.2	297.6	306.6	315.8	325.2	335.0	345.1	355.4	366.1
% sales	*25.5%*	*25.3%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
Other Expense / (Income)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	$109.2	$123.3	$138.8	$146.7	$150.0	$162.0	$171.7	$178.6	$183.9	$189.5	$195.1	$201.0	$207.0	$213.2	$219.6
% margin	*14.0%*	*14.5%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
Depreciation & Amortization	15.6	17.0	18.5	19.6	20.0	21.6	22.9	23.8	24.5	25.3	26.0	26.8	27.6	28.4	29.3
EBIT	$93.6	$106.3	$120.3	$127.1	$130.0	$140.4	$148.8	$154.8	$159.4	$164.2	$169.1	$174.2	$179.4	$184.8	$190.4
% margin	*12.0%*	*12.5%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*
Interest Expense															
Revolving Credit Facility					-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Term Loan B					29.3	27.8	25.3	22.1	18.6	14.5	9.4	3.3	-	-	-
Senior Subordinated Notes					30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
Commitment Fee on Unused Revolver					0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Administrative Agent Fee					0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Cash Interest Expense					$59.9	$58.5	$55.9	$52.7	$49.2	$45.2	$40.0	$34.0	$30.7	$30.7	$30.7
Amortization of Deferred Financing Fees					2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.2	1.0	1.0	1.0
Total Interest Expense					$62.4	$60.9	$58.4	$55.2	$51.7	$47.6	$42.5	$36.2	$31.7	$31.7	$31.7
Interest Income						-	-	-	-	-	-	(0.0)	(1.4)	(4.2)	(7.1)
Net Interest Expense						$60.9	$58.4	$55.2	$51.7	$47.6	$42.5	$36.1	$30.2	$27.5	$24.6
Earnings Before Taxes						79.5	90.4	99.6	107.7	116.6	126.7	138.1	149.2	157.3	165.8
Income Tax Expense						30.2	34.4	37.9	40.9	44.3	48.1	52.5	56.7	59.8	63.0
Net Income						$49.3	$56.1	$61.8	$66.8	$72.3	$78.5	$85.6	$92.5	$97.5	$102.8
% margin						*4.6%*	*4.9%*	*5.2%*	*5.4%*	*5.7%*	*6.0%*	*6.4%*	*6.7%*	*6.9%*	*7.0%*
Income Statement Assumptions															
Sales (% YoY growth)	NA	9.0%	8.8%	NA	8.1%	8.0%	6.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
COGS (% margin)	60.5%	60.3%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
SG&A (% sales)	25.5%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Other Expense / (Income) (% of sales)	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %
Amortizare și amortizare (% din vânzări)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0	%	2,0%	2,0% 2,0%	2,0%	2,0%	2,0% 2,0%	2,0%	2,0	%
Venituri din dobânzi					3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Rata de impozitare						38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%

După cum se arată în Figura 5.32, în perioada de proiecție, TLB de 450 de milioane de dolari ValueCo este complet rambursat până în 2015E. Pe de altă parte, bancnotele de 300 de milioane de dolari ale ValueCo rămân restante. În plus, am menținut valoarea constantă a altor datorii pe termen lung din 2008E la 25 milioane USD pe durata perioadei de proiecție.

ANEXA 5.32 Secțiunea totală a pasivelor pro forma din bilanț

(milioane USD, an fiscal încheiat la 31 decembrie)

Bilanţ

	Deschidere 2008	Ajustări +	-	Pro Forma 2008	Perioada de proiecție Anul 1 2009	Anul 2 2010	Anul 3 2011	Anul 4 2012	Anul 5 2013	Anul 6 2014	Anul 7 2015	Anul 8 2016	Anul 9 2017	Anul 10 2018
Creanţe	75,0			75,0	81,0	85,9	89,3	92,0	94,7	97,6	100,5	103,5	106,6	109,8
Datorii acumulate	100,0			100,0	108,0	114,5	119.1	122,6	126.3	130.1	134,0	138,0	142.2	146,4
Alte datorii curente	25,0			25,0	27,0	28.6	29.8	30.7	31.6	32.5	33.5	34.5	35.5	36.6
Total datorii curente	200,0 USD			200,0 USD	216,0 USD	229,0 USD	238,1 USD	245,3 USD	252,6 USD	260,2 USD	268,0 USD	276,0 USD	284,3 USD	292,9 USD
Facilitatea de credit revolving														
Împrumut pe termen B		450,0		450,0	406,3	354,2	294,6	228,9	157,9	80,7				
Împrumut pe termen existent	300,0		(300,0)											
Obligațiuni subordonate		300,0		300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
Alte datorii pe termen lung	25,0			25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Total datorii	525,0 USD			975,0 USD	947,3 USD	908,2 USD	857,7 USD	799,2 USD	735,5 USD	665,9 USD	593,0 USD	601,0 USD	609,3 USD	617,9 USD

Capitalul propriu Venitul net pro forma, care a fost calculat acum pentru fiecare an din perioada de proiecție, se adaugă la capitalurile proprii ale anului anterior ca rezultat reportat.

După cum se arată în Figura 5.33, la sfârșitul anului 2008E pro forma pentru LBO, ValueCo are 370 milioane USD din capitalul propriu inițial al acționarilor (reprezentând contribuția la capitalul propriu a sponsorului minus alte taxe și cheltuieli). Pentru a calcula capitalul propriu al acționarilor din 2009E, am adăugat venitul net din 2009E de 49,3 milioane USD, care a însumat 419,3 milioane USD.

ANEXA 5.33 Secțiunea Proforma Total Capitaluri proprii din bilanţ

(milioane USD, an fiscal încheiat la 31 decembrie)

Bilanţ

	Opening 2008	Adjustments +	-	Pro Forma 2008	Projection Period Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Shareholders' Equity	700.0	370.0	(700.0)	370.0	419.3	475.3	537.1	603.9	676.2	754.7	840.3	932.8	1,030.4	1,133.1
Total Shareholders' Equity	$700.0			$370.0	$419.3	$475.3	$537.1	$603.9	$676.2	$754.7	$840.3	$932.8	$1,030.4	$1,133.1
Total Liabilities and Equity	$1,225.0			$1,345.0	$1,366.5	$1,383.5	$1,394.8	$1,403.1	$1,411.7	$1,420.6	$1,433.3	$1,533.9	$1,639.7	$1,751.0

= 370,0 milioane USD + 49,3 milioane USD
= Capitaluri proprii 2oaa + Venit net 2DD9

Bilanțul pro forma completat este prezentat în Figura 5.34.

Pasul IV(d): Completați situația de flux de numerar pro forma

Pentru a completa situația fluxurilor de numerar, rambursările obligatorii și opționale pentru fiecare instrument de datorie, așa cum sunt calculate în graficul datoriei, sunt legate de elementele-rând corespunzătoare din secțiunea activități de finanțare și însumate pentru a produce sumele anuale de rambursare. Soldurile de numerar anuale pro forma de început și de sfârșit sunt apoi calculate în consecință.

În 2009E, ValueCo este proiectat să genereze un flux de numerar gratuit de 43,7 milioane USD. Această sumă este utilizată mai întâi pentru a satisface amortizarea obligatorie a TLB de 4,5 milioane USD cu numerarul rămas folosit pentru a face o rambursare opțională de 39,2 milioane USD. Ca

ANEXA 5.34 Bilanțul Pro Forma ValueCo

($ in millions, fiscal year ending December 31)

Balance Sheet

	Opening	Adjustments		Pro Forma	Projection Period									
	2008	+	-	2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Cash and Cash Equivalents	$25.0		(25.0)	-	-	-	-	-	-	-	$3.2	$92.7	$187.2	$286.7
Accounts Receivable	165.0			165.0	178.2	188.9	196.4	202.3	208.4	214.7	221.1	227.7	234.6	241.6
Inventories	125.0			125.0	135.0	143.1	148.8	153.3	157.9	162.6	167.5	172.5	177.7	183.0
Prepaids and Other Current Assets	10.0			10.0	10.8	11.4	11.9	12.3	12.6	13.0	13.4	13.8	14.2	14.6
Total Current Assets	**$325.0**			**$300.0**	**$324.0**	**$343.4**	**$357.2**	**$367.9**	**$378.9**	**$390.3**	**$405.2**	**$506.8**	**$613.6**	**$726.0**
Property, Plant and Equipment, net	650.0			650.0	650.0	650.0	650.0	650.0	650.0	650.0	650.0	650.0	650.0	650.0
Goodwill and Intangible Assets	175.0	125.0		300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0
Other Assets	75.0			75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0
Deferred Financing Fees	-	20.0		20.0	17.5	15.1	12.6	10.2	7.7	5.3	3.1	2.1	1.0	0.0
Total Assets	**$1,225.0**			**$1,345.0**	**$1,366.5**	**$1,383.5**	**$1,394.8**	**$1,403.1**	**$1,411.7**	**$1,420.6**	**$1,433.3**	**$1,533.9**	**$1,639.7**	**$1,751.0**
Accounts Payable	75.0			75.0	81.0	85.9	89.3	92.0	94.7	97.6	100.5	103.5	106.6	109.8
Accrued Liabilities	100.0			100.0	108.0	114.5	119.1	122.6	126.3	130.1	134.0	138.0	142.2	146.4
Other Current Liabilities	25.0			25.0	27.0	28.6	29.8	30.7	31.6	32.5	33.5	34.5	35.5	36.6
Total Current Liabilities	**$200.0**			**$200.0**	**$216.0**	**$229.0**	**$238.1**	**$245.3**	**$252.6**	**$260.2**	**$268.0**	**$276.0**	**$284.3**	**$292.9**
Revolving Credit Facility	-			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Term Loan B	-	450.0		450.0	406.3	354.2	294.6	228.9	157.9	80.7	-	-	-	-
Existing Term Loan	300.0		(300.0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Senior Subordinated Notes	-	300.0		300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0
Other Long-Term Liabilities	25.0			25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
Total Liabilities	**$525.0**			**$975.0**	**$947.3**	**$908.2**	**$857.7**	**$799.2**	**$735.5**	**$665.9**	**$593.0**	**$601.0**	**$609.3**	**$617.9**
Noncontrolling Interest	-			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Shareholders' Equity	700.0	370.0	(700.0)	370.0	419.3	475.3	537.1	603.9	676.2	754.7	840.3	932.8	1,030.4	1,133.1
Total Shareholders' Equity	**$700.0**			**$370.0**	**$419.3**	**$475.3**	**$537.1**	**$603.9**	**$676.2**	**$754.7**	**$840.3**	**$932.8**	**$1,030.4**	**$1,133.1**
Total Liabilities and Equity	**$1,225.0**			**$1,345.0**	**$1,366.5**	**$1,383.5**	**$1,394.8**	**$1,403.1**	**$1,411.7**	**$1,420.6**	**$1,433.3**	**$1,533.9**	**$1,639.7**	**$1,751.0**
Balance Check	*0.000*			*0.000*	*0.000*	*0.000*	*0.000*	*0.000*	*0.000*	*0.000*	*0.000*	*0.000*	*0.000*	*0.000*
Net Working Capital	100.0			100.0	108.0	114.5	119.1	122.6	126.3	130.1	134.0	138.0	142.2	146.4
(Increase) / Decrease in Net Working Capital					(8.0)	(6.5)	(4.6)	(3.6)	(3.7)	(3.8)	(3.9)	(4.0)	(4.1)	(4.3)

Balance Sheet Assumptions

Current Assets	Opening 2008	Pro Forma 2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Days Sales Outstanding (DSO)	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2
Days Inventory Held (DIH)	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0
Prepaid and Other Current Assets (% of sales)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

Datorii curente

Zile plătibile restante (DPO) 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 Datorii acumulate (% din vânzări) 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% Alte datorii curente (% din vânzări) 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5%

prezentate în Figura 5.35, aceste acțiuni combinate sunt legate de elementul rând TLB din secțiunea activități de finanțare a situației fluxurilor de numerar ca o utilizare a numerarului de 43,7 milioane USD în 2009E.

ANEXA 5.35 Secțiunea Activități de finanțare pro forma din Situația fluxului de numerar

(milioane USD, an fiscal încheiat la 31 decembrie)

Declarația fluxului de numerar

							Perioada de proiecție				
		Anul 1	**Anul 2**	**Anul 3**	**Anul 4**	**Anul 5**	**Anul 6**	**Anul 7**	**Anul 8**	**Anul 9**	**Anul 10**
	2009	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	
Activități de finanțare											
Facilitate de credit revolving	-	-	-	-	-	-	-	--		-	
Împrumut pe termen B	(43,7)4	(52,0)	(59,6)	(65,7)	(71,1)	(77,2)	(80,7)	-	- -		
Împrumut pe termen existent	---			--							
Dividende	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Emisiune de capitaluri proprii / (Răcumpărare)	-	--			---						
Flux de numerar din activități de finanțare	**(43,7 USD)**	**(52,0 USD)**	**(59,6 USD)**	**(65,7 USD)**	**(71,1 USD)**	**(77,2 USD)**	**(80,7 USD)**	**-**	**-**	**-**	
Excesul de numerar pentru perioada	-						$3.2	$89.5	$94.4	$99.6	
Sold de numerar de început	-						-3.2		92.7	187.2	
Încheierea soldului de numerar	**-**						**$3.2**	**$92.7**	**$187.2**	**$286.7**	

= Rambursări obligatorii $_{2009}$ +
Rambursări opționale $_{2009}$
= (4,5) milioane USD + (39,2) milioane USD

Deoarece am presupus o curățare a fluxului de numerar de 100%, numerarul nu se bazează pe bilanț până când datoria bancară este complet rambursată. Prin urmare, elementul rând al soldului de numerar final al ValueCo rămâne constant la zero până în 2015E, când TLB este complet achitat.[190] După cum se arată în Figura 5.10, soldul de numerar final pentru fiecare an din perioada de proiecție se leagă de bilanţ.

Situația fluxurilor de numerar pro forma completată este prezentată în Figura 5.36.

[190]În timp ce un sold de numerar de zero poate fi nerealist din perspectivă operațională, este o convenție de modelare relativ comună.

ANEXA 5.36 Situația fluxului de numerar ValueCo pro forma

($ in millions, fiscal year ending December 31)

Cash Flow Statement

	Projection Period									
	Year 1 2009	**Year 2 2010**	**Year 3 2011**	**Year 4 2012**	**Year 5 2013**	**Year 6 2014**	**Year 7 2015**	**Year 8 2016**	**Year 9 2017**	**Year 10 2018**
Operating Activities										
Net Income	$49.3	$56.1	$61.8	$66.8	$72.3	$78.5	$85.6	$92.5	$97.5	$102.8
Plus: Depreciation & Amortization	21.6	22.9	23.8	24.5	25.3	26.0	26.8	27.6	28.4	29.3
Plus: Amortization of Financing Fees	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.2	1.0	1.0	1.0
Changes in Working Capital Items										
(Inc.) / Dec. in Accounts Receivable	(13.2)	(10.7)	(7.6)	(5.9)	(6.1)	(6.3)	(6.4)	(6.6)	(6.8)	(7.0)
(Inc.) / Dec. in Inventories	(10.0)	(8.1)	(5.7)	(4.5)	(4.6)	(4.7)	(4.9)	(5.0)	(5.2)	(5.3)
(Inc.) / Dec. in Prepaid and Other Current Assets	(0.8)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Inc. / (Dec.) in Accounts Payable	6.0	4.9	3.4	2.7	2.8	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2
Inc. / (Dec.) in Accrued Liabilities	8.0	6.5	4.6	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1	4.3
Inc. / (Dec.) in Other Current Liabilities	2.0	1.6	1.1	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
(Inc.) / Dec. in Net Working Capital	(8.0)	(6.5)	(4.6)	(3.6)	(3.7)	(3.8)	(3.9)	(4.0)	(4.1)	(4.3)
Cash Flow from Operating Activities	**$65.3**	**$74.9**	**$83.4**	**$90.2**	**$96.3**	**$103.2**	**$110.7**	**$117.1**	**$122.9**	**$128.8**
Investing Activities										
Capital Expenditures	(21.6)	(22.9)	(23.8)	(24.5)	(25.3)	(26.0)	(26.8)	(27.6)	(28.4)	(29.3)
Other Investing Activities	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cash Flow from Investing Activities	**($21.6)**	**($22.9)**	**($23.8)**	**($24.5)**	**($25.3)**	**($26.0)**	**($26.8)**	**($27.6)**	**($28.4)**	**($29.3)**
Financing Activities										
Revolving Credit Facility	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Term Loan B	(43.7)	(52.0)	(59.6)	(65.7)	(71.1)	(77.2)	(80.7)	-	-	-
Existing Term Loan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Senior Subordinated Notes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividends	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equity Issuance / (Repurchase)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cash Flow from Financing Activities	**($43.7)**	**($52.0)**	**($59.6)**	**($65.7)**	**($71.1)**	**($77.2)**	**($80.7)**	**-**	**-**	**-**
Excess Cash for the Period	-	-	-	-	-	-	$3.2	$89.5	$94.4	$99.6
Beginning Cash Balance	-	-	-	-	-	-	-	3.2	92.7	187.2
Ending Cash Balance	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**$3.2**	**$92.7**	**$187.2**	**$286.7**
Ipoteze privind situația fluxului de numerar										
Cheltuieli de capital (% din vânzări)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

PASUL V. Efectuați ANALIZA LBO

ANEXA 5.37 Pași pentru a efectua analiza LBO

Step V(a):	Analizați Structura de Finanțare Efectuați Analiza Retururilor
Step V(b):	Determinați Evaluarea
Step V(c):	Creați pagina Rezumatul tranzacției
Step V(d):	

Odată ce modelul LBO este pe deplin conectat și testat, este gata de utilizare pentru a evalua diferite structuri de finanțare, pentru a măsura capacitatea țintei de a servi și a rambursa datoria și pentru a măsura randamentul investiției sponsorului și alte efecte financiare în mai multe scenarii de operare. Această analiză, la rândul său, permite bancherului să determine un interval de evaluare adecvat pentru țintă.

Pasul V(a): Analizați structura de finanțare

O parte centrală a analizei LBO este elaborarea unei structuri de finanțare optime pentru o anumită tranzacție. Dintr-o perspectivă de subscriere, aceasta implică determinarea dacă proiecțiile financiare ale țintei pot sprijini o anumită structură de finanțare cu efect de levier în diferite condiții economice și de afaceri. Utilizarea unor proiecții financiare realiste și susceptibile este esențială pentru a evalua dacă o anumită structură financiară este viabilă.

O preocupare cheie de gestionare a riscului de credit pentru subscriitori se concentrează pe capacitatea țintei de a-și deservi cheltuielile anuale cu dobânzile și de a-și rambursa toată (sau o parte substanțială) datoria bancară în termenul propus. Valorile primare de credit utilizate pentru a analiza capacitatea țintei de a susține o anumită structură de capital includ variații ale ratelor de levier și de acoperire prezentate în Capitolul 1 (de exemplu, datoria-EBITDA, datoria-capitalizarea totală și EBITDA-cheltuială cu dobândă). Figura 5.38 afișează un rezultat tipic care rezumă datele financiare cheie ale țintei, precum și statisticile pro forma de capitalizare și credit pentru fiecare an din perioada de proiecție. Această ieșire este de obicei afișată pe o pagină cu rezumatul tranzacției (a se vedea Anexa 5.46).

Pentru LBO ValueCo, am efectuat analiza structurii noastre de finanțare pe baza previziunilor noastre financiare de bază (a se vedea Pasul II) și a structurii tranzacției presupuse (a se vedea Pasul III). Pro forma pentru LBO, ValueCo are o capitalizare totală de 1.120 de milioane de dolari, compusă din TLB de 450 de milioane de dolari, bilete de 300 de milioane de dolari și capitaluri proprii ale acționarilor de 370 de milioane de dolari (aportul de capital minus alte taxe și cheltuieli). Această structură a capitalului reprezintă un efect de pârghie total de 5,1x LTM 30/09/08 EBITDA de 146,7 milioane USD, inclusiv un efect de levier garantat senior de 3,1x. La aceste niveluri, ValueCo are o capitalizare a datoriei la total de 67%, EBITDA-cheltuieli cu dobânzi de 2,4x și (EBITDA – capex)-cheltuieli cu dobânzi de 2,1x la sfârșit.

Așa cum ar fi de așteptat pentru o companie despre care se estimează că va crește EBITDA, va genera un flux de numerar liber considerabil și va rambursa datoria, statisticile de credit ValueCo se îmbunătățesc semnificativ în perioada de proiecție. Până în 2015E, TLB ValueCo este complet rambursat, deoarece efectul de levier total scade la 1,5x, iar efectul de levier garantat senior este redus la zero. În plus, capitalizarea datoriei ValueCo scade la 26,3%, iar EBITDA la cheltuiala cu dobânzi crește la 5,9x.

EXHIBIT 5.38 Summary Financial Data, Capitalization, and Credit Statistics *($ in millions, fiscal year ending December 31)*

Summary Financial Data	LTM 9/30/2008	Pro forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
			Projection Period									
Sales	**$977.8**	**$1,000.0**	**$1,080.0**	**$1,144.8**	**$1,190.6**	**$1,226.3**	**$1,263.1**	**$1,301.0**	**$1,340.0**	**$1,380.2**	**$1,421.6**	**$1,464.3**
% growth	*NA*	*8.1%*	*8.0%*	*6.0%*	*4.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
Gross Profit	**$391.1**	**$400.0**	**$432.0**	**$457.9**	**$476.2**	**$490.5**	**$505.2**	**$520.4**	**$536.0**	**$552.1**	**$568.7**	**$585.7**
% margin	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*
EBITDA	**$146.7**	**$150.0**	**$162.0**	**$171.7**	**$178.6**	**$183.9**	**$189.5**	**$195.1**	**$201.0**	**$207.0**	**$213.2**	**$219.6**
% margin	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
Capital Expenditures	19.6	20.0	21.6	22.9	23.8	24.5	25.3	26.0	26.8	27.6	28.4	29.3
% sales	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*
Cash Interest Expense		59.9	58.5	55.9	52.7	49.2	45.2	40.0	34.0	30.7	30.7	30.7
Total Interest Expense		62.4	60.9	58.4	55.2	51.7	47.6	42.5	36.2	31.7	31.7	31.7
Free Cash Flow												
EBITDA			$162.0	$171.7	$178.6	$183.9	$189.5	$195.1	$201.0	$207.0	$213.2	$219.6
Less: Cash Interest Expense			(58.5)	(55.9)	(52.7)	(49.2)	(45.2)	(40.0)	(34.0)	(30.7)	(30.7)	(30.7)
Plus: Interest Income			-	-	-	-	-	-	0.0	1.4	4.2	7.1
Less: Income Taxes			(30.2)	(34.4)	(37.9)	(40.9)	(44.3)	(48.1)	(52.5)	(56.7)	(59.8)	(63.0)
Less: Capital Expenditures			(21.6)	(22.9)	(23.8)	(24.5)	(25.3)	(26.0)	(26.8)	(27.6)	(28.4)	(29.3)
Less: Increase in Net Working Capital			(8.0)	(6.5)	(4.6)	(3.6)	(3.7)	(3.8)	(3.9)	(4.0)	(4.1)	(4.3)
Free Cash Flow			**$43.7**	**$52.0**	**$59.6**	**$65.7**	**$71.1**	**$77.2**	**$83.9**	**$89.5**	**$94.4**	**$99.6**
Cumulative Free Cash Flow			43.7	95.8	155.4	221.1	292.1	369.3	453.2	542.7	637.2	736.7
Capitalization												
Cash		-	-	-	-	-	-	-	$3.2	$92.7	$187.2	$286.7
Revolving Credit Facility		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Term Loan B		450.0	406.3	354.2	294.6	228.9	157.9	80.7	-	-	-	-
Other Debt		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Senior Secured Debt		**$450.0**	**$406.3**	**$354.2**	**$294.6**	**$228.9**	**$157.9**	**$80.7**	-	-	-	-
Senior Subordinated Notes		300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0
Total Debt		**$750.0**	**$706.3**	**$654.2**	**$594.6**	**$528.9**	**$457.9**	**$380.7**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**
Shareholders' Equity		370.0	419.3	475.3	537.1	603.9	676.2	754.7	840.3	932.8	1,030.4	1,133.1
Total Capitalization		**$1,120.0**	**$1,125.5**	**$1,129.6**	**$1,131.7**	**$1,132.8**	**$1,134.0**	**$1,135.4**	**$1,140.3**	**$1,232.8**	**$1,330.4**	**$1,433.1**
% of Bank Debt Repaid		-	*9.7%*	*21.3%*	*34.5%*	*49.1%*	*64.9%*	*82.1%*	*100.0%*	*100.0%*	*100.0%*	*100.0%*
Credit Statistics												
% Debt / Total Capitalization		*67.0%*	*62.7%*	*57.9%*	*52.5%*	*46.7%*	*40.4%*	*33.5%*	*26.3%*	*24.3%*	*22.6%*	*20.9%*
EBITDA / Cash Interest Expense		2.5x	2.8x	3.1x	3.4x	3.7x	4.2x	4.9x	5.9x	6.8x	7.0x	7.2x
(EBITDA - Capex) / Cash Interest Expense		2.2x	2.4x	2.7x	2.9x	3.2x	3.6x	4.2x	5.1x	5.9x	6.0x	6.2x
EBITDA / Total Interest Expense		2.4x	2.7x	2.9x	3.2x	3.6x	4.0x	4.6x	5.6x	6.5x	6.7x	6.9x
(EBITDA - Capex) / Total Interest Expense		2.1x	2.3x	2.5x	2.8x	3.1x	3.4x	4.0x	4.8x	5.7x	5.8x	6.0x
Senior Secured Debt / EBITDA		3.0x	2.5x	2.1x	1.6x	1.2x	0.8x	0.4x	NM	NM	NM	NM
Total Debt / EBITDA		5.0x	4.4x	3.8x	3.3x	2.9x	2.4x	2.0x	1.5x	1.4x	1.4x	1.4x
Net Debt / EBITDA		5.0x	4.4x	3.8x	3.3x	2.9x	2.4x	2.0x	1.5x	1.0x	0.5x	0.1x

In Year 7, 100% of ValueCo's bank debt is repaid.

Această reducere constantă de îndatorare și îmbunătățire a statisticilor de credit pe parcursul perioadei de proiecție sugerează că ValueCo are capacitatea de a sprijini structura de finanțare avută în vedere în cadrul proiecțiilor financiare ale cazului de bază.

Pasul V(b): Efectuați analiza returnărilor

După analizarea structurii de finanțare avute în vedere din perspectiva rambursării datoriilor și a statisticilor de credit, bancherul determină dacă oferă venituri suficiente sponsorului, având în vedere prețul de cumpărare propus și contribuția la capital. După cum sa discutat în capitolul 4, sponsorii au căutat în mod istoric 20% + IRR în evaluarea oportunităților de achiziție. Dacă randamentele implicite sunt prea mici, atât prețul de achiziție, cât și structura de finanțare trebuie revizuite.

IRR-urile sunt determinate în principal de performanța financiară proiectată a țintei, de prețul de cumpărare asumat și de structura de finanțare (în special de mărimea contribuției la capitaluri proprii) și de multiplu de ieșire presupus și de anul (presupunând o vânzare). Deși un sponsor poate realiza o monetizare sau o ieșire prin diverse strategii și intervale de timp (vezi Capitolul 4, „Strategii primare de ieșire/monetizare"), o analiză LBO tradițională are în vedere o ieșire completă prin vânzarea întregii companii în cinci ani.

Ipoteze de returnare Într-o analiză LBO tradițională, este o practică obișnuită să presupunem în mod conservator un multiplu de ieșire egal cu (sau mai mic) multiplu de intrare.

EXHIBIT 5.39 Calcularea valorii întreprinderii și a valorii capitalului propriu la ieșire *(milioane USD)*

Calcularea valorii de ieșire a întreprinderii și a valorii capitalului propriu (presupune 7,5 ori multiplu de ieșire și		Anul 5 2013
EBITDA 2013E		189,5 USD
Ieșiți din EBITDA Multiple		7,5x
Valoarea întreprinderii la ieșire		**1.421,0**
Mai puțin: Datoria netă		
Facilitate de credit revolving	-	
Împrumut pe termen B	157,9	
Obligațiuni subordonate senior	300,0	
Datoria totală	**457,9 USD**	
Mai puțin: numerar și echivalente de numerar	-	
Datorie netă	**457,9 USD**	
Valoarea capitalului propriu la ieșire		**963,1 USD**

După cum se arată în Figura 5.39, pentru analiza LBO a ValueCo, am presupus că sponsorul iese în 2013E (Anul 5) la un multiplu de 7,5x EBITDA, care este egal cu multiplu de intrare.

În 2013E, ValueCo este proiectată să genereze un EBITDA de 189,5 milioane USD, care se - traduce într-o valoare implicită a întreprinderii de 1421 milioane USD la un multiplu de ieșire de 7,5x EBITDA. Rambursarea cumulativă a datoriilor în această perioadă este de 292,1 milioane USD (sold inițial TLB 2008E de 450 milioane USD minus soldul final 2013E de 157,9 milioane USD), lăsând ValueCo cu o datorie estimată pentru 2013E de 457,9 milioane USD. Această sumă a datoriei,

care este egală cu datoria netă, având în vedere soldul de numerar zero, se scade din valoarea de intrare de 1.421 milioane USD pentru a calcula o valoare implicită a capitalului propriu de 963,1 milioane USD în anul de ieșire.

Calcule RIR și randamentul numerarului Presupunând că nu există fluxuri suplimentare de numerar (dividende către sponsor) sau ieșiri (investiție suplimentară de către sponsor) în timpul - perioadei de investiție, RIR și rentabilitatea numerarului sunt calculate pe baza contribuției inițiale de capital propriu (ieșire) a sponsorului și a veniturilor din capitalul propriu presupus la ieșire (influx). Acest concept este ilustrat în cronologia prezentată în Anexa 5.40.

ANEXA 5.40 Cronologia investițiilor

($ in millions)	Pro forma 2008	Anul 1 2009	Anul 2 2010	Anul 3 2011	Anul 4 2012	Anul 5 2013
Initial Equity Investment	($385.0)					
Dividends / (Investment)						
Equity Value at Exit						963.1
Total	**($385.0)**					**$963.1**

IRR	20%	=IRR(Initial Equity Investment : Equity Value at Exit) =IRR(($385.0) million : $963.1 million)
Cash Return	2.5x	= Equity Value at Exit / Initial Equity Investment = $963.1 million / $385.0 million

Contribuția inițială la capitaluri proprii reprezintă o ieșire de numerar pentru sponsor. Prin urmare, este prezentată ca o valoare negativă pe cronologie, la fel ca orice investiție suplimentară de capital propriu de către sponsor, fie pentru achiziții sau alte scopuri. Pe de altă parte, distribuțiile în numerar către sponsor, cum ar fi veniturile primite la ieșire sau dividendele primite în timpul perioadei de investiție, sunt afișate ca valori pozitive pe cronologie.

Pentru LBO ValueCo, am presupus nicio intrare sau ieșire de numerar în timpul perioadei de investiție, altele decât contribuția inițială a capitalului propriu și veniturile anticipate din capitalul propriu la ieșire. Prin urmare, am calculat un RIR de aproximativ 20% și un randament în numerar de 2,5x pe baza a 385 milioane USD din capitalul propriu contribuit inițial și 963,1 milioane USD din veniturile din capitaluri proprii în 2013E.

Rentabilitatea la diverși ani de ieșire În Figura 5.41, am calculat IRR și rentabilitatea numerarului presupunând o ieșire la sfârșitul fiecărui an în perioada de proiecție utilizând multiplu de ieșire fix de 7,5x EBITDA. Pe măsură ce progresăm în perioada de proiecție, valoarea capitalului propriu crește datorită creșterii EBITDA și scăderii datoriei nete. Prin urmare, randamentul în numerar crește, deoarece este o funcție a investiției inițiale fixe în capitaluri proprii și a creșterii valorii capitalului propriu la ieșire. În cazul ValueCo, totuși, pe măsură ce cronologia progresează, IRR scade în conformitate cu ratele de creștere în scădere și cu valoarea în timp a banilor.

Analiza de sensibilitate IRR Analiza de sensibilitate este critică pentru analiza IRR-urilor și pentru încadrarea evaluării LBO. IRR poate fi sensibilizat pentru mai mulți factori cheie de valoare, cum ar fi multiplu de intrare și ieșire, anul de ieșire, nivelul de levier și procentul de contribuție la capitaluri proprii, precum și ipoteze operaționale cheie, cum ar fi ratele de creștere și marjele (a se vedea Capitolul 3, Figura 3.59).

($ in millions, fiscal year ending December 31)

Returns Analysis

			Projection Period									
		Pro forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Entry EBITDA Multiple	7.5x											
Initial Equity Investment		$385.0										
EBITDA			$162.0	$171.7	$178.6	$183.9	$189.5	$195.1	$201.0	$207.0	$213.2	$219.6
Exit EBITDA Multiple	7.5x											
Enterprise Value at Exit			**$1,215.0**	**$1,287.9**	**$1,339.4**	**$1,379.6**	**$1,421.0**	**$1,463.6**	**$1,507.5**	**$1,552.8**	**$1,599.3**	**$1,647.3**
Less: Net Debt												
Revolving Credit Facility			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Term Loan B			406.3	354.2	294.6	228.9	157.9	80.7	-	-	-	-
Senior Subordinated Notes			300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0
Other Debt			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Debt			**$706.3**	**$654.2**	**$594.6**	**$528.9**	**$457.9**	**$380.7**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**
Less: Cash and Cash Equivalents			-	-	-	-	-	-	3.2	92.7	187.2	286.7
Net Debt			**$706.3**	**$654.2**	**$594.6**	**$528.9**	**$457.9**	**$380.7**	**$296.8**	**$207.3**	**$112.8**	**$13.3**
Equity Value at Exit			**$508.7**	**$633.7**	**$744.8**	**$850.7**	**$963.1**	**$1,083.0**	**$1,210.7**	**$1,345.5**	**$1,486.5**	**$1,634.0**
Cash Return			**1.3x**	**1.6x**	**1.9x**	**2.2x**	**2.5x**	**2.8x**	**3.1x**	**3.5x**	**3.9x**	**4.2x**

	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Initial Equity Investment	($385.0)	($385.0)	($385.0)	($385.0)	($385.0)	($385.0)	($385.0)	($385.0)	($385.0)	($385.0)
Equity Proceeds	$508.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		$633.7	-	-	-	-	-	-	-	-
			$744.8	-	-	-	-	-	-	-
				$850.7	-	-	-	-	-	-
					$963.1	-	-	-	-	-
						$1,083.0	-	-	-	-
							$1,210.7	-	-	-
								$1,345.5	-	-
									$1,486.5	-
										$1,634.0
IRR	**32.1%**	**28.3%**	**24.6%**	**21.9%**	**20.1%**	**18.8%**	**17.8%**	**16.9%**	**16.2%**	**15.6%**

După cum se arată în Figura 5.42, pentru LBO ValueCo, am presupus un nivel fix de levier de 5,1x LTM 30/09/08 EBITDA de 146,7 milioane USD și un an de ieșire 2013E, în timp ce am sensibilizat multiplii de intrare și ieșire. Pentru analiza noastră IRR, ne-am concentrat pe combinații multiple de intrare și ieșire care au produs un IRR în zona de 20%, presupunând un interval de contribuție la capitaluri proprii de 25% până la 35%.

EXHIBITUL 5.42 Analiza sensibilității IRR – Multiplii de intrare și de ieșire

Valoarea întreprinderii	Contribuție la capitaluri proprii	Intrare multiplă	IRR - Asumarea ieșirii în 2013E Ieșiți din Multiple						
			6,50x	6,75x	7,00x	7,25x	7,50x	7,75x	8,00x
953,3	23,5%	6,50x	26,6%	28,1%	29,5%	30,9%	32,2%	33,5%	34,7%
990,0	26,2%	6,75x	23,0%	24,5%	25,9%	27,2%	28,5%	29,7%	30,9%
1.026,7	28,7%	7,00x	19,9%	21,4%	22,7%	24,1%	25,3%	26,5%	27,7%
1.063,3	31,0%	7,25x	17,3%	18,7%	20,0%	21,3%	22,6%	23,7%	24,9%
1.100,0	33,2%	7,50x	15,0%	16,4%	17,7%	18,9%	**20,1%**	21,3%	22,4%
1.136,7	35,2%	7,75x	12,9%	14,3%	15,5%	16,8%	18,0%	19,1%	20,2%
1.173,3	37,2%	8,00x	11,0%	12,4%	13,6%	14,8%	16,0%	17,1%	18,2%

De exemplu, un multiplu de intrare și ieșire de 7,5x oferă un IRR de 20,1%, în timp ce necesită o contribuție de capital de 33,2%, având în vedere efectul de levier propus. Cu toate acestea, un multiplu de intrare și ieșire de 7,75x generează un IRR de 19,1%, în timp ce necesită o contribuție de capital de 35,2%. La capătul inferior al intervalului, un multiplu de intrare și ieșire de 6,75x oferă un IRR de 24,5%, în timp ce necesită o contribuție de capital de 26,2%.

De asemenea, este obișnuit să se efectueze o analiză de sensibilitate pe o combinație de multipli de ieșire și ani de ieșire. După cum se arată în Figura 5.43, am presupus efectul de levier total fix și multipli de intrare de 5,1x și, respectiv, 7,5x LTM 9/30/08 EBITDA și am examinat IRR-urile rezultate pentru un interval de ani de ieșire din 2011E până în 2015E și multipli de ieșire de la 6,5x până la 8,5x.

EXHIBITUL 5.43 Analiza de sensibilitate IRR – Exit Multiple și Exit Year

		IRR - Presupunând multiplu de intrare de 7,5x Anul de ieșire				
		2011	2012	2013	2014	2015
	6,5x	13,7%	14,7%	15,0%	14,9%	14,8%
Ieșire	7,0x	19,4%	18,5%	17,7%	17,0%	16,3%
Multiplu	7,5x	24,6%	21,9%	**20,1%**	18,8%	17,8%
	8,0x	29,4%	25,1%	22,4%	20,5%	19,1%
	8,5x	33,9%	28,0%	24,5%	22,1%	20,4%

EXHIBIT 5.41 Returns at Various Exit Years

Pasul V(c): Determinați evaluarea

După cum sa discutat anterior, sponsorii își bazează evaluarea unei ținte LBO în mare parte pe confortul lor de a realiza randamente acceptabile la un anumit preț de achiziție. Această analiză presupune un set dat de proiecții financiare, preț de achiziție și structură de finanțare, precum și multiplu de ieșire și anul. În același timp, sponsorii sunt ghidați de celelalte metodologii de evaluare discutate în această carte.

Analiza LBO este, de asemenea, informativă pentru cumpărătorii strategici, oferind o perspectivă asupra prețului pe care un ofertant sponsor concurent ar fi dispus să îl plătească pentru o anumită țintă într-un proces de vânzare organizat. Acest punct de date permite cumpărătorilor strategici să-și încadreze ofertele în consecință. Ca urmare, se așteaptă ca bancherul să folosească analiza LBO ca a

tehnica de evaluare în timp ce a servit ca consilier de fuziuni și achiziții atât în situații de cumpărare, cât și de vânzare.

În mod tradițional, evaluarea implicată de analiza LBO este la capătul inferior al unei analize cuprinzătoare în comparație cu alte metodologii, în special tranzacțiile precedente și analiza DCF. Acest lucru se datorează în mare măsură constrângerilor impuse de un LBO, inclusiv capacitatea de levier, condițiile pieței de credit și propriile obstacole IRR ale sponsorului. În plus, cumpărătorii strategici sunt, de obicei, capabili să realizeze sinergiile din țintă, sporindu-și astfel capacitatea de a câștiga o rentabilitate țintită a capitalului lor investit la un preț de cumpărare mai mare. Cu toate acestea, în mediile robuste de finanțare a datoriei, cum ar fi în timpul boom-ului creditului de la mijlocul anilor 2000, sponsorii au putut concura cu cumpărătorii strategici la prețul de cumpărare. Multiplii plătiți în tranzacțiile LBO în această perioadă au fost susținuți de utilizarea unei proporții ridicate de datorii low-cost în structura capitalului, tradusă într-un cost total al capitalului relativ mai mic pentru țintă.

ANEXA 5.44 Terenul de fotbal ValueCo care afișează companii comparabile, tranzacții precedente , analiză DCF și analiză LBO

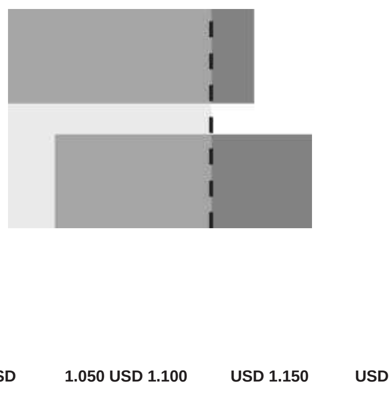
($ în milioane)

Companii comparabile
6,5x – 7,5x EBITDA LTM
6,25x – 7,25x EBITDA 2008E
5,75x – 6,75x EBITDA 2009E

Tranzacții precedente
7,0x – 8,0x EBITDA LTM

Analiza DCF
10,5% – 11,5% WACC
6,5x – 7,5x Ieșire Multiplu

Analiza LBO
5,1x Datoria totală / EBITDA LTM
20% IRR și ieșire pe 5 ani
25% - 35% Contribuție la capitaluri proprii



850 USD 900 USD 950 USD 1.000 USD 1.050 USD 1.100 USD 1.150 USD 1.200 USD 1.250 USD

Ca și în cazul DCF, intervalul de evaluare implicit pentru ValueCo a fost derivat din tabelele de ieșire ale analizei de sensibilitate (a se vedea Anexa 5.42). Pentru LBO ValueCo, ne-am concentrat pe o gamă de multipli de intrare și ieșire care au produs IRR-uri în zona de 20%, având în vedere un interval de contribuție la capitaluri proprii de 25% din 35%. Această abordare ne-a determinat să determinăm un interval de evaluare de 6,75x până la 7,75x LTM 9/30/08 EBITDA, sau aproximativ 990 milioane $ până la 1.135 milioane $ (a se vedea Figura 5.44).

Pasul V(d): Creați pagina Rezumatul tranzacției

Odată ce modelul LBO este pe deplin funcțional, toate rezultatele esențiale ale modelului sunt legate la o pagină cu rezumatul tranzacției (a se vedea Anexa 5.46). Această pagină oferă o prezentare generală a

analiza LBO într-un format ușor de utilizat, afișând în mod obișnuit sursele și utilizările fondurilor, multiplii de achiziție, analiza rezumată a randamentelor și datele financiare rezumative, precum și

statisticile de capitalizare și credit proiectate. Acest format permite echipei de tranzacții să revizuiască și să verifice rapid analiza și să facă ajustări la prețul de achiziție, structura finanțării, ipotezele de funcționare și alte input-uri cheie, după cum este necesar.

Pagina cu rezumatul tranzacției conține, de obicei, celulele de comutare care permit bancherului să comute între diferite structuri de finanțare și scenarii de operare, precum și să activeze alte funcționalități. Ieșirile de pe această pagină (și în întregul model) se modifică în consecință pe măsură ce celulele de comutare sunt modificate.

ANALIZA LBO ILUSTRATĂ PENTRU VALUECO

Următoarele pagini prezintă modelul LBO complet pentru ValueCo bazat pe abordarea pas cu pas prezentată în acest capitol. Anexa 5.45 prezintă aceste pagini, care sunt prezentate în Anexele 5.46 până la 5.54.

EXHIBIT 5.45 Pagini model LBO

Model LBO

I. Rezumatul tranzacției
II. Declarația de venit
III. Bilanţ
IV. Declarația fluxului de numerar
V. Programul datoriilor
VI. Analiza returnărilor

Pagini de ipoteze

I. Ipoteze Pagina 1—Declarația veniturilor și a fluxurilor de numerar
II. Ipoteze Pagina 2 — Bilanț
III. Ipoteze Pagina 3—Structuri de finanțare și comisioane

EXHIBIT 5.46 ValueCo LBO Transaction Summary

ValueCo Corporation
Leveraged Buyout Analysis
($ in millions, fiscal year ending December 31)

Financing Structure:	Structure 1
Operating Scenario:	Base

Transaction Summary

Sources of Funds

	Amount	% of Total Sources	Multiple of EBITDA 9/30/2008	Multiple of EBITDA Cumulative	Pricing
Revolving Credit Facility	-	- %	- x	- x	L+325 bps
Term Loan A	-	- %	- x	- x	NA
Term Loan B	450.0	38.8%	3.1x	3.1x	L+350 bps
Term Loan C	-	- %	- x	3.1x	NA
2nd Lien	-	- %	- x	3.1x	NA
Senior Notes	-	- %	- x	3.1x	NA
Senior Subordinated Notes	300.0	25.9%	2.0x	5.1x	10.000%
Equity Contribution	385.0	33.2%	2.6x	7.7x	
Rollover Equity	-	- %	- x	7.7x	
Cash on Hand	25.0	2.2%	0.2x	7.9x	
Total Sources	**$1,160.0**	**100.0%**	**7.9x**	**7.9x**	

Uses of Funds

	Amount	% of Total Uses
Purchase ValueCo Equity	$825.0	71.1%
Repay Existing Debt	300.0	25.9%
Tender / Call Premiums	-	- %
Financing Fees	20.0	1.7%
Other Fees and Expenses	15.0	1.3%
Total Uses	**$1,160.0**	**100.0%**

Purchase Price

Offer Price per Share	-
Fully Diluted Shares	-
Equity Purchase Price	**$825.0**
Plus: Existing Net Debt	275.0
Enterprise Value	**$1,100.0**

Transaction Multiples

Enterprise Value / Sales		
LTM 9/30/2008	$977.8	**1.1x**
2008E	1,000.0	**1.1x**
Enterprise Value / EBITDA		
LTM 9/30/2008	$146.7	**7.5x**
2008E	150.0	**7.3x**

Return Analysis

Exit Year	2013
Entry Multiple	7.5x
Exit Multiple	7.5x
IRR	**20%**
Cash Return	**2.5x**

Options

Financing Structure	1
Operating Scenario	1
Cash Flow Sweep	1
Cash Balance	1
Average Interest	1
Financing Fees	1

Summary Financial Data

	Historical Period 2005	2006	2007	LTM 9/30/2008	Pro forma 2008	Projection Period Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Sales	**$780.0**	**$850.0**	**$925.0**	**$977.8**	**$1,000.0**	**$1,080.0**	**$1,144.8**	**$1,190.6**	**$1,226.3**	**$1,263.1**	**$1,301.0**	**$1,340.0**	**$1,380.2**	**$1,421.6**	**$1,464.3**
% growth	*NA*	*9.0%*	*8.8%*	*NA*	*8.1%*	*8.0%*	*6.0%*	*4.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
Gross Profit	**$308.1**	**$337.9**	**$370.0**	**$391.1**	**$400.0**	**$432.0**	**$457.9**	**$476.2**	**$490.5**	**$505.2**	**$520.4**	**$536.0**	**$552.1**	**$568.7**	**$585.7**
% margin	*39.5%*	*39.8%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*
EBITDA	**$109.2**	**$123.3**	**$138.8**	**$146.7**	**$150.0**	**$162.0**	**$171.7**	**$178.6**	**$183.9**	**$189.5**	**$195.1**	**$201.0**	**$207.0**	**$213.2**	**$219.6**
% margin	*14.0%*	*14.5%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
Capital Expenditures	15.0	18.0	18.5	19.6	20.0	21.6	22.9	23.8	24.5	25.3	26.0	26.8	27.6	28.4	29.3
% sales	*1.9%*	*2.1%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*
Cash Interest Expense					59.9	58.5	55.9	52.7	49.2	45.2	40.0	34.0	30.7	30.7	30.7
Total Interest Expense					62.4	60.9	58.4	55.2	51.7	47.6	42.5	36.2	31.7	31.7	31.7
Free Cash Flow															
EBITDA						$162.0	$171.7	$178.6	$183.9	$189.5	$195.1	$201.0	$207.0	$213.2	$219.6
Less: Cash Interest Expense						(58.5)	(55.9)	(52.7)	(49.2)	(45.2)	(40.0)	(34.0)	(30.7)	(30.7)	(30.7)
Plus: Interest Income						-	-	-	-	-	-	0.0	1.4	4.2	7.1
Less: Income Taxes						(30.2)	(34.4)	(37.9)	(40.9)	(44.3)	(48.1)	(52.5)	(56.7)	(59.8)	(63.0)
Less: Capital Expenditures						(21.6)	(22.9)	(23.8)	(24.5)	(25.3)	(26.0)	(26.8)	(27.6)	(28.4)	(29.3)
Less: Increase in Net Working Capital						(8.0)	(6.5)	(4.6)	(3.6)	(3.7)	(3.8)	(3.9)	(4.0)	(4.1)	(4.3)
Free Cash Flow						**$43.7**	**$52.0**	**$59.6**	**$65.7**	**$71.1**	**$77.2**	**$83.9**	**$89.5**	**$94.4**	**$99.6**
Cumulative Free Cash Flow						43.7	95.8	155.4	221.1	292.1	369.3	453.2	542.7	637.2	736.7

Capitalization

	Pro forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Cash	-	-	-	-	-	-	-	$3.2	$92.7	$187.2	$286.7
Revolving Credit Facility	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Term Loan B	450.0	406.3	354.2	294.6	228.9	157.9	80.7	-	-	-	-
Other Debt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Senior Secured Debt	**$450.0**	**$406.3**	**$354.2**	**$294.6**	**$228.9**	**$157.9**	**$80.7**	-	-	-	-
Senior Subordinated Notes	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0
Total Debt	**$750.0**	**$706.3**	**$654.2**	**$594.6**	**$528.9**	**$457.9**	**$380.7**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**
Shareholders' Equity	370.0	419.3	475.3	537.1	603.9	676.2	754.7	840.3	932.5	1,030.4	1,133.1
Total Capitalization	**$1,120.0**	**$1,125.5**	**$1,129.6**	**$1,131.7**	**$1,132.8**	**$1,134.0**	**$1,135.4**	**$1,140.3**	**$1,232.5**	**$1,330.4**	**$1,433.1**
% of Bank Debt Repaid	-	*9.7%*	*21.3%*	*34.5%*	*49.1%*	*64.9%*	*82.1%*	*100.0%*	*100.0%*	*100.0%*	*100.0%*

Credit Statistics

	Pro forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
% Debt / Total Capitalization	*67.0%*	*62.7%*	*57.9%*	*52.5%*	*46.7%*	*40.4%*	*33.5%*	*26.3%*	*24.3%*	*22.6%*	*20.9%*
EBITDA / Cash Interest Expense	2.5x	2.8x	3.1x	3.4x	3.7x	4.2x	4.9x	5.9x	6.8x	7.0x	7.2x
(EBITDA - Capex) / Cash Interest Expense	2.2x	2.4x	2.7x	2.9x	3.2x	3.6x	4.2x	5.1x	5.9x	6.0x	6.2x
EBITDA / Total Interest Expense	2.4x	2.7x	2.9x	3.2x	3.6x	4.0x	4.6x	5.6x	6.5x	6.7x	6.9x
(EBITDA - Capex) / Total Interest Expense	2.1x	2.3x	2.5x	2.8x	3.1x	3.4x	4.0x	4.8x	5.7x	5.8x	6.0x
Senior Secured Debt / EBITDA	3.0x	2.5x	2.1x	1.6x	1.2x	0.8x	0.4x	NM	NM	NM	NM
Total Debt / EBITDA	5.0x	4.4x	3.8x	3.3x	2.9x	2.4x	2.0x	1.5x	1.4x	1.4x	1.4x
Net Debt / EBITDA	5.0x	4.4x	3.8x	3.3x	2.9x	2.4x	2.0x	1.5x	1.0x	0.5x	0.1x

ANEXA 5.47 Declarația de venit LBO ValueCo

($ in millions, fiscal year ending December 31)

Income Statement

	Historical Period					Projection Period									
	2005	2006	2007	LTM 9/30/2008	Pro forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Sales	$780.0	$850.0	$925.0	$977.8	$1,000.0	$1,080.0	$1,144.8	$1,190.6	$1,226.3	$1,263.1	$1,301.0	$1,340.0	$1,380.2	$1,421.6	$1,464.3
% growth	*NA*	*9.0%*	*8.8%*	*NA*	*8.1%*	*8.0%*	*6.0%*	*4.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
Cost of Goods Sold	471.9	512.1	555.0	586.7	600.0	648.0	686.9	714.4	735.8	757.9	780.6	804.0	828.1	853.0	878.6
Gross Profit	$308.1	$337.9	$370.0	$391.1	$400.0	$432.0	$457.9	$476.2	$490.5	$505.2	$520.4	$536.0	$552.1	$568.7	$585.7
% margin	*39.5%*	*39.8%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*
Selling, General & Administrative	198.9	214.6	231.3	244.4	250.0	270.0	286.2	297.6	306.6	315.8	325.2	335.0	345.1	355.4	366.1
% sales	*25.5%*	*25.3%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
Other Expense / (Income)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	$109.2	$123.3	$138.8	$146.7	$150.0	$162.0	$171.7	$178.6	$183.9	$189.5	$195.1	$201.0	$207.0	$213.2	$219.6
% margin	*14.0%*	*14.5%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
Depreciation & Amortization	15.6	17.0	18.5	19.6	20.0	21.6	22.9	23.8	24.5	25.3	26.0	26.8	27.6	28.4	29.3
EBIT	$93.6	$106.3	$120.3	$127.1	$130.0	$140.4	$148.8	$154.8	$159.4	$164.2	$169.1	$174.2	$179.4	$184.8	$190.4
% margin	*12.0%*	*12.5%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*
Interest Expense															
Revolving Credit Facility					-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Term Loan B					29.3	27.8	25.3	22.1	18.6	14.5	9.4	3.3	-	-	-
Senior Subordinated Notes					30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
Commitment Fee on Unused Revolver					0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Administrative Agent Fee					0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Cash Interest Expense					$59.9	$58.5	$55.9	$52.7	$49.2	$45.2	$40.0	$34.0	$30.7	$30.7	$30.7
Amortization of Deferred Financing Fees					2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.2	1.0	1.0	1.0
Total Interest Expense					$62.4	$60.9	$58.4	$55.2	$51.7	$47.6	$42.5	$36.2	$31.7	$31.7	$31.7
Interest Income						-	-	-	-	-	-	(0.0)	(1.4)	(4.2)	(7.1)
Net Interest Expense						$60.9	$58.4	$55.2	$51.7	$47.6	$42.5	$36.1	$30.2	$27.5	$24.6
Earnings Before Taxes						79.5	90.4	99.6	107.7	116.6	126.7	138.1	149.2	157.3	165.8
Income Tax Expense						30.2	34.4	37.9	40.9	44.3	48.1	52.5	56.7	59.8	63.0
Net Income						$49.3	$56.1	$61.8	$66.8	$72.3	$78.5	$85.6	$92.5	$97.5	$102.8
% margin						*4.6%*	*4.9%*	*5.2%*	*5.4%*	*5.7%*	*6.0%*	*6.4%*	*6.7%*	*6.9%*	*7.0%*
Income Statement Assumptions															
Sales (% YoY growth)	NA	9.0%	8.8%	NA	8.1%	8.0%	6.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
COGS (% margin)	60.5%	60.3%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
SG&A (% sales)	25.5%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Other Expense / (Income) (% of sales)	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %	- %
Amortizare și amortizare (% din vânzări)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0	%	2,0%	2,0% 2,0%	2,0%	2,0%	2,0% 2,0%	2,0%	2,0	%
Venituri din dobânzi					3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Rata de impozitare						38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%

ANEXA 5.48 Bilanț LBO ValueCo

($ in millions, fiscal year ending December 31)

Balance Sheet

	Opening	Adjustments		Pro Forma	Projection Period									
	2008	+	-	2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Cash and Cash Equivalents	$25.0		(25.0)	-	-	-	-	-	-	-	$3.2	$92.7	$187.2	$286.7
Accounts Receivable	165.0			165.0	178.2	188.9	196.4	202.3	208.4	214.7	221.1	227.7	234.6	241.6
Inventories	125.0			125.0	135.0	143.1	148.8	153.3	157.9	162.6	167.5	172.5	177.7	183.0
Prepaids and Other Current Assets	10.0			10.0	10.8	11.4	11.9	12.3	12.6	13.0	13.4	13.8	14.2	14.6
Total Current Assets	**$325.0**			**$300.0**	**$324.0**	**$343.4**	**$357.2**	**$367.9**	**$378.9**	**$390.3**	**$405.2**	**$506.8**	**$613.6**	**$726.0**
Property, Plant and Equipment, net	650.0			650.0	650.0	650.0	650.0	650.0	650.0	650.0	650.0	650.0	650.0	650.0
Goodwill and Intangible Assets	175.0	125.0		300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0
Other Assets	75.0			75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0
Deferred Financing Fees	-	20.0		20.0	17.5	15.1	12.6	10.2	7.7	5.3	3.1	2.1	1.0	0.0
Total Assets	**$1,225.0**			**$1,345.0**	**$1,366.5**	**$1,383.5**	**$1,394.8**	**$1,403.1**	**$1,411.7**	**$1,420.6**	**$1,433.3**	**$1,533.9**	**$1,639.7**	**$1,751.0**
Accounts Payable	75.0			75.0	81.0	85.9	89.3	92.0	94.7	97.6	100.5	103.5	106.6	109.8
Accrued Liabilities	100.0			100.0	108.0	114.5	119.1	122.6	126.3	130.1	134.0	138.0	142.2	146.4
Other Current Liabilities	25.0			25.0	27.0	28.6	29.8	30.7	31.6	32.5	33.5	34.5	35.5	36.6
Total Current Liabilities	**$200.0**			**$200.0**	**$216.0**	**$229.0**	**$238.1**	**$245.3**	**$252.6**	**$260.2**	**$268.0**	**$276.0**	**$284.3**	**$292.9**
Revolving Credit Facility	-			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Term Loan B	-	450.0		450.0	406.3	354.2	294.6	228.9	157.9	80.7	-	-	-	-
Existing Term Loan	300.0		(300.0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Senior Subordinated Notes	-	300.0		300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0
Other Long-Term Liabilities	25.0			25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
Total Liabilities	**$525.0**			**$975.0**	**$947.3**	**$908.2**	**$857.7**	**$799.2**	**$735.5**	**$665.9**	**$593.0**	**$601.0**	**$609.3**	**$617.9**
Noncontrolling Interest	-			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Shareholders' Equity	700.0	370.0	(700.0)	370.0	419.3	475.3	537.1	603.9	676.2	754.7	840.3	932.8	1,030.4	1,133.1
Total Shareholders' Equity	**$700.0**			**$370.0**	**$419.3**	**$475.3**	**$537.1**	**$603.9**	**$676.2**	**$754.7**	**$840.3**	**$932.8**	**$1,030.4**	**$1,133.1**
Total Liabilities and Equity	**$1,225.0**			**$1,345.0**	**$1,366.5**	**$1,383.5**	**$1,394.8**	**$1,403.1**	**$1,411.7**	**$1,420.6**	**$1,433.3**	**$1,533.9**	**$1,639.7**	**$1,751.0**
Balance Check	*0.000*			*0.000*	*0.000*	*0.000*	*0.000*	*0.000*	*0.000*	*0.000*	*0.000*	*0.000*	*0.000*	*0.000*
Net Working Capital	100.0			100.0	108.0	114.5	119.1	122.6	126.3	130.1	134.0	138.0	142.2	146.4
(Increase) / Decrease in Net Working Capital					(8.0)	(6.5)	(4.6)	(3.6)	(3.7)	(3.8)	(3.9)	(4.0)	(4.1)	(4.3)
Balance Sheet Assumptions														
Current Assets														
Days Sales Outstanding (DSO)	60.2			60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2
Days Inventory Held (DIH)	76.0			76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0
Prepaid and Other Current Assets (% of sales)	1.0%			1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

Datorii curente

Zile plătibile restante (DPO) 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 45,6 Datorii acumulate (% din vânzări) 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% 10,0% Alte datorii curente (% din vânzări) 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5% 2,5%

ANEXA 5.49 Declarația fluxului de numerar LBO

($ in millions, fiscal year ending December 31)

Cash Flow Statement

	Projection Period									
	Year 1 2009	**Year 2 2010**	**Year 3 2011**	**Year 4 2012**	**Year 5 2013**	**Year 6 2014**	**Year 7 2015**	**Year 8 2016**	**Year 9 2017**	**Year 10 2018**
Operating Activities										
Net Income	$49.3	$56.1	$61.8	$66.8	$72.3	$78.5	$85.6	$92.5	$97.5	$102.8
Plus: Depreciation & Amortization	21.6	22.9	23.8	24.5	25.3	26.0	26.8	27.6	28.4	29.3
Plus: Amortization of Financing Fees	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.2	1.0	1.0	1.0
Changes in Working Capital Items										
(Inc.) / Dec. in Accounts Receivable	(13.2)	(10.7)	(7.6)	(5.9)	(6.1)	(6.3)	(6.4)	(6.6)	(6.8)	(7.0)
(Inc.) / Dec. in Inventories	(10.0)	(8.1)	(5.7)	(4.5)	(4.6)	(4.7)	(4.9)	(5.0)	(5.2)	(5.3)
(Inc.) / Dec. in Prepaid and Other Current Assets	(0.8)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Inc. / (Dec.) in Accounts Payable	6.0	4.9	3.4	2.7	2.8	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2
Inc. / (Dec.) in Accrued Liabilities	8.0	6.5	4.6	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1	4.3
Inc. / (Dec.) in Other Current Liabilities	2.0	1.6	1.1	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
(Inc.) / Dec. in Net Working Capital	(8.0)	(6.5)	(4.6)	(3.6)	(3.7)	(3.8)	(3.9)	(4.0)	(4.1)	(4.3)
Cash Flow from Operating Activities	**$65.3**	**$74.9**	**$83.4**	**$90.2**	**$96.3**	**$103.2**	**$110.7**	**$117.1**	**$122.9**	**$128.8**

Ipoteze privind situația fluxului de numerar										
Cheltuieli de capital (% din vânzări)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

ANEXA 5.50 Programul de datorii LBO

($ in millions, fiscal year ending December 31)

Debt Schedule

	Pro forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
		Projection Period									
Forward LIBOR Curve	3.00%	3.00%	3.15%	3.30%	3.60%	4.00%	4.35%	4.80%	4.85%	5.10%	5.25%
Cash Flow from Operating Activities		$65.3	$74.9	$83.4	$90.2	$96.3	$103.2	$110.7	$117.1	$122.9	$128.8
Cash Flow from Investing Activities		(21.6)	(22.9)	(23.8)	(24.5)	(25.3)	(26.0)	(26.8)	(27.6)	(28.4)	(29.3)
Cash Available for Debt Repayment		**$43.7**	**$52.0**	**$59.6**	**$65.7**	**$71.1**	**$77.2**	**$83.9**	**$89.5**	**$94.4**	**$99.6**
Total Mandatory Repayments	MinCash	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	-	-	-
Cash from Balance Sheet	-	-	-	-	-	-	-	-	3.2	92.7	187.2
Cash Available for Optional Debt Repayment		**$39.2**	**$47.5**	**$55.1**	**$61.2**	**$66.6**	**$72.7**	**$79.4**	**$92.7**	**$187.2**	**$286.7**
Revolving Credit Facility											
Revolving Credit Facility Size	$100.0										
Spread	3.250%										
Term	6 years										
Commitment Fee on Unused Portion	0.50%										
Beginning Balance		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Drawdown / (Repayment)		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ending Balance		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Interest Rate		6.25%	6.40%	6.55%	6.85%	7.25%	7.60%	8.05%	8.10%	8.35%	8.50%
Interest Expense		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Commitment Fee		0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Term Loan B Facility											
Size	$450.0										
Spread	3.500%										
Term	7 years										
Repayment Schedule	1.0%	per Annum, Bullet at Maturity									
Beginning Balance		$450.0	$406.3	$354.2	$294.6	$228.9	$157.9	$80.7	-	-	-
Mandatory Repayments		(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	-	-	-
Optional Repayments		(39.2)	(47.5)	(55.1)	(61.2)	(66.6)	(72.7)	(76.2)	-	-	-
Ending Balance		**$406.3**	**$354.2**	**$294.6**	**$228.9**	**$157.9**	**$80.7**	-	-	-	-
Interest Rate		6.50%	6.65%	6.80%	7.10%	7.50%	7.85%	8.30%	8.35%	8.60%	8.75%
Interest Expense		27.8	25.3	22.1	18.6	14.5	9.4	3.3	-	-	-
Senior Subordinated Notes											
Size	$300.0										
Coupon	10.000%										
Term	10 years										
Beginning Balance		$300.0	$300.0	$300.0	$300.0	$300.0	$300.0	$300.0	$300.0	$300.0	$300.0
Repayment		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ending Balance		**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**
Cheltuieli cu dobânzile		30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0

ANEXA 5.51 Analiza randamentelor LBO ValueCo

($ in millions, fiscal year ending December 31)

Returns Analysis

		Pro forma 2008	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
			Projection Period									
Entry EBITDA Multiple	7.5x											
Initial Equity Investment		$385.0										
EBITDA			$162.0	$171.7	$178.6	$183.9	$189.5	$195.1	$201.0	$207.0	$213.2	$219.6
Exit EBITDA Multiple	7.5x											
Enterprise Value at Exit			**$1,215.0**	**$1,287.9**	**$1,339.4**	**$1,379.6**	**$1,421.0**	**$1,463.6**	**$1,507.5**	**$1,552.8**	**$1,599.3**	**$1,647.3**
Less: Net Debt												
Revolving Credit Facility			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Term Loan B			406.3	354.2	294.6	228.9	157.9	80.7	-	-	-	-
Senior Subordinated Notes			300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0
Other Debt			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Debt			**$706.3**	**$654.2**	**$594.6**	**$528.9**	**$457.9**	**$380.7**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**	**$300.0**
Less: Cash and Cash Equivalents			-	-	-	-	-	-	3.2	92.7	187.2	286.7
Net Debt			**$706.3**	**$654.2**	**$594.6**	**$528.9**	**$457.9**	**$380.7**	**$296.8**	**$207.3**	**$112.8**	**$13.3**
			$508.7	**$633.7**	**$744.8**	**$850.7**	**$963.1**	**$1,083.0**	**$1,210.7**	**$1,345.5**	**$1,486.5**	**$1,634.0**
Cash Return			**1.3x**	**1.6x**	**1.9x**	**2.2x**	**2.5x**	**2.8x**	**3.1x**	**3.5x**	**3.9x**	**4.2x**

	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Initial Equity Invcs	($385.0)	($385.0)	($385.0)	($385.0)	($385.0)	($385.0)	($385.0)	($385.0)	($385.0)	($385.0)
Equity Proceeds	$508.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		$633.7	-	-	-	-	-	-	-	-
			$744.8	-	-	-	-	-	-	-
				$850.7	-	-	-	-	-	-
					$963.1	-	-	-	-	-
						$1,083.0	-	-	-	-
							$1,210.7	-	-	-
								$1,345.5	-	-
									$1,486.5	-
										$1,634.0
	32.1%	**28.3%**	**24.6%**	**21.9%**	**20.1%**	**18.8%**	**17.8%**	**16.9%**	**16.2%**	**15.6%**

IRR - Assuming Exit in 2013E

	Exit Multiple						
	6.50x	**6.75x**	**7.00x**	**7.25x**	**7.50x**	**7.75x**	**8.00x**
6.50x	26.6%	28.1%	29.5%	30.9%	32.2%	33.5%	34.7%
6.75x	23.0%	24.5%	25.9%	27.2%	28.5%	29.7%	30.9%
7.00x	19.9%	21.4%	22.7%	24.1%	25.3%	26.5%	27.7%
7.25x	17.3%	18.7%	20.0%	21.3%	22.6%	23.7%	24.9%
7.50x	15.0%	16.4%	17.7%	18.9%	**20.1%**	21.3%	22.4%
7.75x	12.9%	14.3%	15.5%	16.8%	18.0%	19.1%	20.2%
8.00x	11.0%	12.4%	13.6%	14.8%	16.0%	17.1%	18.2%

EXHIBIT 5.52 ValueCo LBO Assumptions Page 1

Assumptions Page 1 - Income Statement and Cash Flow Statement

		Projection Period									
		Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Income Statement Assumptions											
Sales (% growth)		8.0%	6.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Base	1	8.0%	6.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Sponsor	2	10.0%	8.0%	6.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Management	3	12.0%	10.0%	8.0%	6.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Downside 1	4	5.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Downside 2	5	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Cost of Goods Sold (% sales)		60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
Base	1	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
Sponsor	2	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
Management	3	59.0%	59.0%	59.0%	59.0%	59.0%	59.0%	59.0%	59.0%	59.0%	59.0%
Downside 1	4	61.0%	61.0%	61.0%	61.0%	61.0%	61.0%	61.0%	61.0%	61.0%	61.0%
Downside 2	5	62.0%	62.0%	62.0%	62.0%	62.0%	62.0%	62.0%	62.0%	62.0%	62.0%
SG&A (% sales)		25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Base	1	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Sponsor	2	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Management	3	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
Downside 1	4	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Downside 2	5	27.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
Depreciation & Amortization (% sales)		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Base	1	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Sponsor	2	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Management	3	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Downside 1	4	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Downside 2	5	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Interest Income		3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Base	1	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Sponsor	2	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Management	3	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Downside 1	4	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Downside 2	5	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Cash Flow Statement Assumptions											
Capital Expenditures (% sales)		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Base	1	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Sponsor	2	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Management	3	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Downside 1	4	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Downside 2	5	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%

ANEXA 5.53 Ipoteze LBO ValueCo Pagina 2

Assumptions Page 2 - Balance Sheet

	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
1	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
2	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
3	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
4	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
5	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
1	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
2	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
3	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
4	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
5	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%

EXHIBIT 5.54 ValueCo LBO Assumptions Page 3

($ in millions)

Assumptions Page 3 - Financing Structures and Fees

Financing Structures

	Structure 1 (1)	Structure 2 (2)	Structure 3 (3)	Structure 4 (4)	Status Quo (5)
Sources of Funds					
Revolving Credit Facility Size	$100.0	$100.0	$100.0	$100.0	-
Revolving Credit Facility Draw	-	-	25.0	-	-
Term Loan A	-	125.0	-	-	-
Term Loan B	450.0	350.0	350.0	425.0	-
Term Loan C	-	-	-	-	-
2nd Lien	-	-	-	-	-
Senior Notes	-	-	150.0	-	-
Senior Subordinated Notes	300.0	300.0	250.0	325.0	-
Equity Contribution	385.0	360.0	385.0	410.0	-
Rollover Equity	-	-	-	-	-
Cash on Hand	25.0	25.0	-	-	-
	-	-	-	-	-
Total Sources of Funds	$1,160.0	$1,160.0	$1,160.0	$1,160.0	-
Uses of Funds					
Equity Purchase Price	$825.0	$825.0	$825.0	$825.0	-
Repay Existing Bank Debt	300.0	300.0	300.0	300.0	-
Tender / Call Premiums	-	-	-	-	-
Financing Fees	20.0	20.0	20.0	20.0	-
Other Fees and Expenses	15.0	15.0	15.0	15.0	-
-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-
Total Uses of Funds	$1,160.0	$1,160.0	$1,160.0	$1,160.0	-

Financing Fees

Structure 1

	Size	Fees (%)	Fees ($)
Revolving Credit Facility Size	$100.0	1.750%	$1.8
Term Loan A	-	1.750%	-
Term Loan B	450.0	1.750%	7.9
Term Loan C	-	-	-
2nd Lien	-	-	-
Senior Notes	-	2.250%	-
Senior Subordinated Notes	300.0	2.250%	6.8
Senior Bridge Facility	-	1.000%	-
Senior Subordinated Bridge Facility	300.0	1.000%	3.0
Other Financing Fees & Expenses			0.6
Total Financing Fees			$20.0

Purchase Price

Public / Private Target	2
Entry EBITDA Multiple	7.5x
LTM 9/30/2008 EBITDA	146.7
Enterprise Value	$1,100.0
Less: Total Debt	(300.0)
Less: Preferred Securities	-
Less: Minority Interest	-
Plus: Cash and Cash Equivalents	25.0
Equity Purchase Price	$825.0

Calculation of Fully Diluted Shares Outstanding

Offer Price per Share	-
Basic Shares Outstanding	-
Plus: Shares from In-the-Money Options	-
Less: Shares Repurchased	-
Net New Shares from Options	-
Plus: Shares from Convertible Securities	-
Fully Diluted Shares Outstanding	-

Outstanding Options/Warrants

Tranche	Number of Shares	Exercise Price	In-the-Money Shares	Proceeds
Tranche 1	-	-	-	-
Tranche 2	-	-	-	-
Tranche 3	-	-	-	-
Tranche 4	-	-	-	-
Tranche 5	-	-	-	-
Total	-		-	-

Convertible Securities

	Amount	Conversion Price	Conversion Ratio	New Shares
Issue 1	-	-	-	-
Issue 2	-	-	-	-
Issue 3	-	-	-	-
Issue 4	-	-	-	-
Issue 5	-	-	-	-
Total				-

Amortization of Financing Fees

	Term	Year 1 2009	Year 2 2010	Year 3 2011	Year 4 2012	Year 5 2013	Year 6 2014	Year 7 2015	Year 8 2016	Year 9 2017	Year 10 2018
Revolving Credit Facility Size	6	$0.3	$0.3	$0.3	$0.3	$0.3	$0.3	-	-	-	-
Term Loan A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Term Loan B	7	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	-	-	-
Term Loan C	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2nd Lien	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Senior Notes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Senior Subordinated Notes	10	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Senior Bridge Facility	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Senior Subordinated Bridge Facility	10	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Other Financing Fees & Expenses	10	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Annual Amortization		$2.5	$2.5	$2.5	$2.5	$2.5	$2.5	$2.2	$1.0	$1.0	$1.0
Comision agent administrativ		0,2	0,2	0,2	0,2	0,2 0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

Trei

Fuziuni și achiziții

CAPITOLUL 6

Procesul de vânzare M&A

T Vânzarea unei companii, divizii, afaceri sau colecții de active („țintă”) este un eveniment major pentru proprietarii (acționarilor), conducerea, angajații și alte părți interesate. Este un proces intens, consumator de timp, cu mize mari, care de obicei se întinde pe câteva luni. În consecință, vânzătorul angajează în mod obișnuit o bancă de investiții și echipa sa de profesioniști pregătiți („sell-side advisor”) pentru a se asigura că obiectivele cheie sunt îndeplinite și că este atins un rezultat favorabil. În multe cazuri, un vânzător apelează la bancherii săi pentru o analiză financiară cuprinzătoare a diferitelor alternative strategice disponibile pentru țintă. Acestea includ vânzarea totală sau parțială a afacerii, o recapitalizare, o ofertă publică inițială sau o continuare a status quo-ului.

Odată ce decizia de a vinde a fost luată, consilierul de vânzare caută să obțină combinația optimă de maximizare a valorii, viteza de execuție și certitudinea finalizării, printre alte considerații specifice tranzacției pentru partea vânzătoare. În consecință, este responsabilitatea consilierului de vânzare să identifice prioritățile vânzătorului de la început și să creeze un proces de vânzare personalizat. Dacă vânzătorul este relativ indiferent față de confidențialitate, timp și potențialele întreruperi ale afacerii, consilierul poate lua în considerare organizarea unei *licitații ample* care să ajungă la cât mai multe părți interesate potențiale posibil. Acest proces, care este relativ neutru față de potențialii cumpărători, este conceput pentru a maximiza dinamica competitivă și pentru a crește probabilitatea de a găsi singurul cumpărător dispus să ofere cea mai bună valoare.

În mod alternativ, dacă viteza, confidențialitatea, o anumită structură a tranzacției și/sau potrivirea culturală sunt o prioritate pentru vânzător, atunci o *licitație direcționată,* în care sunt abordați doar un grup select de potențiali cumpărători, sau chiar o *vânzare negociată* cu o singură parte, poate fi mai potrivită. În general, o licitație necesită mai multă organizare inițială , marketing, puncte de proces și resurse decât o vânzare negociată cu o singură parte. În consecință, acest capitol se concentrează în primul rând pe procesul de licitație.

Dintr-o perspectivă analitică, o misiune de vânzare necesită ca echipa de tranzacție să efectueze o evaluare cuprinzătoare a țintei folosind acele metodologii discutate în această carte. În plus, pentru a evalua prețul potențial de achiziție pe care anumiți cumpărători strategici publici ar putea fi dispuși să-l plătească pentru țintă, se efectuează o analiză de creștere/(diluare). Aceste analize de evaluare sunt utilizate pentru a încadra așteptările vânzătorului de preț , pentru a stabili linii directoare pentru gama de oferte acceptabile, pentru a evalua ofertele primite și, în cele din urmă, pentru a ghida negocierile privind prețul final de achiziție. În plus, pentru ținte publice (și anumite ținte private, în funcție de situație), consilierul de vânzare sau o bancă de investiții suplimentară poate fi solicitată să ofere o opinie de corectitudine.

Când discutăm despre procesul prin care companiile sunt cumpărate și vândute pe piață , oferim un context mai mare subiectelor discutate mai devreme în această carte. Într-o vânzare

proces, metodologiile teoretice de evaluare sunt în cele din urmă testate pe piață pe baza a ceea ce un cumpărător va plăti de fapt pentru țintă (a se vedea Anexa 6.1). Un consilier eficient din partea

vânzării încearcă să împingă cumpărătorul (cumpărătorii) spre, sau prin, punctul final superior al intervalului de evaluare implicit pentru țintă. La un nivel fundamental, aceasta presupune poziționarea corectă a afacerii sau a activelor și adaptarea procesului de vânzare pentru a-și maximiza valoarea.

LICITAȚII

O licitație este un proces în etape prin care o țintă este comercializată către mai mulți potențiali cumpărători („cumpărători" sau „ofertanți"). O licitație bine desfășurată este concepută pentru a avea un impact pozitiv substanțial asupra valorii (prețului și condițiilor) primite de vânzător, datorită unei varietăți de factori legați de crearea unui mediu competitiv. Acest mediu încurajează ofertanții să-și prezinte cea mai bună ofertă atât în ceea ce privește prețul, cât și condițiile și ajută la creșterea vitezei de execuție prin încurajarea acțiunii rapide a cumpărătorilor.

O licitație oferă un nivel de confort pe care piața a fost testată, precum și un indicator puternic al valorii inerente (susținut de o opinie de corectitudine, dacă este necesar). În același timp, procesul de licitație poate avea potențiale dezavantaje, inclusiv scurgerea de informații în piață de la ofertanți, impact negativ asupra moralului angajaților, posibilă coluziune între ofertanți, pârghie de negociere redusă odată ce este ales un „câștigător" (încurajând astfel re-tranzacționarea [CXCI]) și „pata" în cazul unei licitații eșuate.

O licitație de succes necesită resurse, experiență și experiență dedicate semnificative. În avans, echipa de tranzacții stabilește o bază solidă prin pregătirea de materiale de marketing convingătoare, identificarea problemelor potențiale ale tranzacțiilor, instruirea managementului și selectarea unui grup adecvat de potențiali cumpărători. Odată ce licitația începe, consilierului de vânzare i se încredințează desfășurarea unui proces cât mai eficient posibil, care implică executarea unei game largi de sarcini și funcții într-o manieră strâns coordonată.

Pentru a asigura un rezultat de succes, băncile de investiții angajează o echipă de bancheri care este responsabilă de execuția zilnică a tranzacției. Licitațiile necesită, de asemenea, timp și atenție semnificativă din partea membrilor cheie ai echipei de management a țintei, în special în ceea ce privește producerea de materiale de marketing și facilitarea diligenței cumpărătorilor (de exemplu, prezentări de management, vizite la fața locului, populație din camera de date și răspunsuri la întrebări specifice ale cumpărătorilor). Totuși, este responsabilitatea echipei de deal să ușureze cât mai mult posibil din această povară din partea echipei de management.

În etapele ulterioare ale unei licitații, un membru senior al echipei de consultanță de vânzare negociază de obicei direct cu potențialii cumpărători, cu scopul de a-i încuraja să-și prezinte cea mai bună ofertă. Ca urmare, vânzătorii caută bănci de investiții cu experiență vastă în negociere, expertiză sectorială și relații cu cumpărătorii pentru a desfășura aceste licitații.

Există două tipuri principale de licitații: ample și direcționate.

- ***Licitație largă:*** așa cum sugerează și numele, o licitație largă maximizează universul potențialilor cumpărători abordați. Aceasta poate implica contactarea a zeci de potențiali ofertanți, incluzând atât cumpărători strategici (incluzând potențial concurenți direcți), cât și sponsori financiari. Prin lansarea unei rețele cât mai largă posibil, o licitație largă este concepută pentru a maximiza dinamica competitivă, crescând astfel probabilitatea

[CXCI] Se referă la practica de a înlocui o ofertă inițială cu una mai mică la o dată ulterioară.

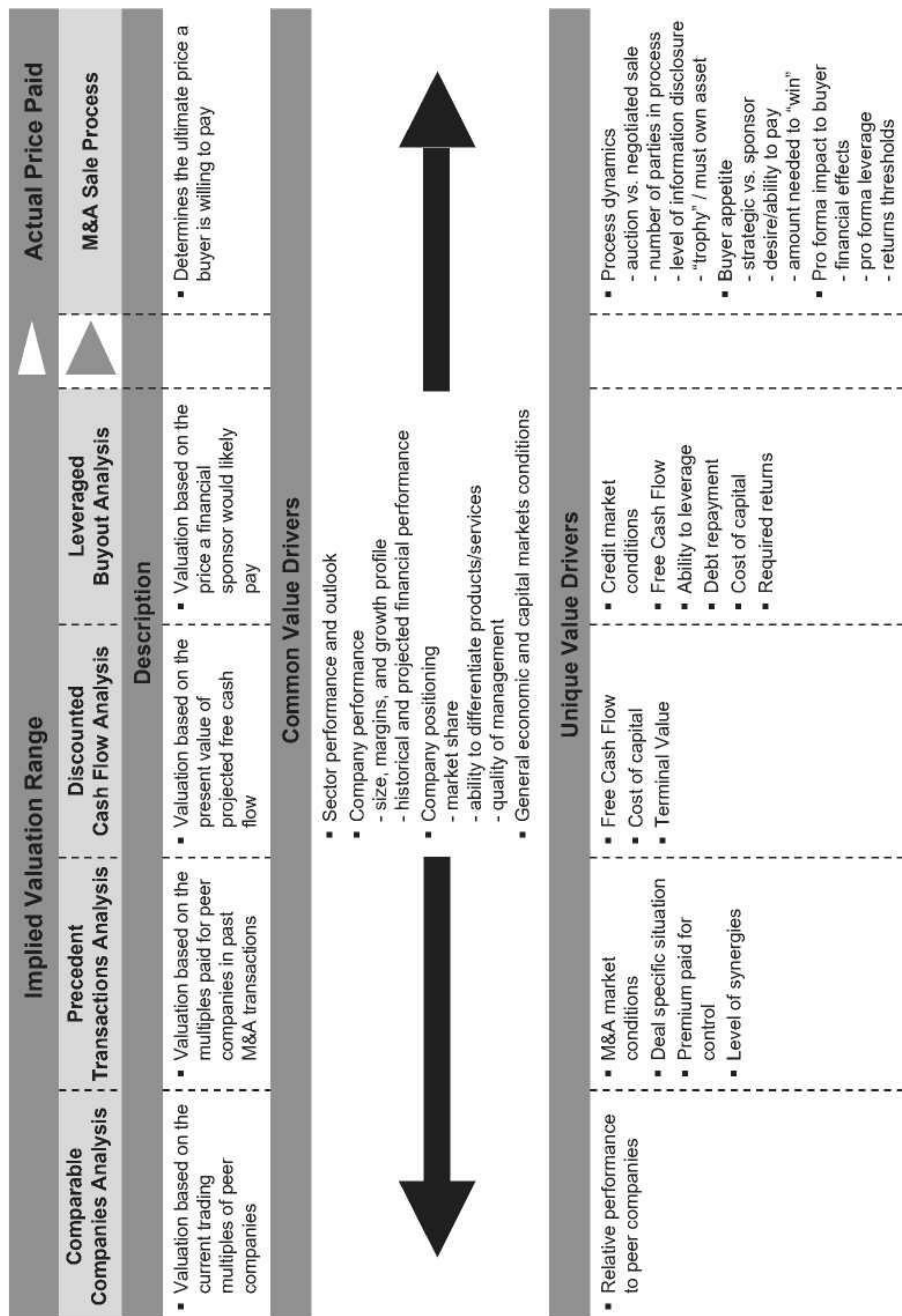


EXHIBIT 6.1 Valuation Paradigm

de a găsi cea mai bună ofertă posibilă. Acest tip de proces implică de obicei mai multă organizare și marketing inițial, datorită numărului mai mare de participanți cumpărători în etapele incipiente ale procesului. Este, de asemenea, mai dificil să păstrați confidențialitatea, deoarece procesul este

susceptibil de scurgeri către public (inclusiv clienți, furnizori și concurenți), ceea ce, la rândul său, poate crește potențialul de întrerupere a afacerii.[CXCII]

- ***Licitație direcționată:*** o licitație direcționată se concentrează pe câțiva cumpărători clar definiți care au fost identificați ca având o potrivire strategică puternică și/sau dorință, precum și capacitatea financiară, de a achiziționa ținta. Acest proces este mai propice pentru menținerea confidențialității și reducerea la minimum a întreruperii afacerii la țintă. În același timp, există un risc mai mare de a „lăsa bani pe masă” prin excluderea unui potențial ofertant care ar putea fi dispus să plătească un preț mai mare.

Anexa 6.2 oferă un rezumat al avantajelor și dezavantajelor potențiale ale fiecărui proces.

ANEXA 6.2 Avantajele și dezavantajele licitațiilor ample și direcționate

	Broad	**Targeted**
Avantaje	■ Crește competiția dinamica ■ Maximizează probabilitatea de atingerea prețului maxim de vânzare ■ Ajută la asigurarea că toate semnalizare ofertanții sunt abordați „partener” ■ Limitează potențialii cumpărători negocierea stimulează ■ Îmbunătățește confortul consiliului că și-a îndeplinit obligația fiduciară de a maximiza valoare	■ Probabilitate mai mare de de pastrare a confidentialitatii ■ Reduce întreruperile afacerii ■ Reduce potențialul a licitațiile probabil eșuate prin cu dorința de a selecta un ■ Menține percepția asupra dinamica competitivă ■ Servește ca „verificare a pieței” pentru bord în descărcarea sa obligațiile fiduciare
------------------- **Dezavantaje**	■ Dificil de conservat confidențialitatea ■ Cel mai mare risc al perturbare ■ Unii potențiali cumpărători ar putea cumpărători sunt scăderea participării la licitații ■ Rezultatul nereușit poate mult creați percepția unei activ nedorit („pata”) privind ■ Risc pe care concurenții din industrie satisfacă poate participa doar pentru a accesul la informații sensibile	■ Exclude potențial nu este evidentă, dar credibilă, cumpărătorilor de afaceri ■ Potențial de a lăsa „bani pe pune la masă” dacă anumiți exc l u d e d ■ Grad mai mic de concurență ■ Le poate permite cumpărătorilor mai pârghii în negocieri ■ Oferă mai puține date de piață pe care consiliul se pot baza să îl -și câștiga valoarea a fost maximizat

Structura de licitație

Licitația tradițională este structurată ca un proces de licitație în două runde care se întinde în general de la trei până la șase luni (sau mai mult) de la decizia de a vinde până la semnarea unui contract definitiv de cumpărare/vânzare („acord definitiv”) cu ofertantul câștigător (a se vedea Anexa 6.3). Momentul perioadei de post semnare („închidere”) depinde de o varietate de factori care nu sunt

[CXCII] În unele circumstanțe, licitația este de fapt făcută publică de către vânzător pentru a încuraja toți cumpărătorii interesați să se prezinte și să își manifeste interesul față de țintă.

specifici unei licitații, cum ar fi aprobările de reglementare și/sau consimțământul terților, finanțarea și aprobarea acționarilor. Întregul proces de licitație constă din mai multe etape și etape distincte în fiecare dintre aceste etape. Există numeroase variații în cadrul acestei structuri care permit consilierului din partea de vânzare să personalizeze, după caz, pentru o anumită situație.

ANEXA 6.3 Etapele unui proces de licitație

a treia „mini

ORGANIZAREA SI PREGATIREA

- Identificați obiectivele vânzătorului și determinați procesul de vânzare adecvat
- Efectuați Due Diligence și analiză de evaluare preliminară a consilierului de vânzare
- Selectați Universul cumpărătorului
- Pregătiți materiale de marketing
- Pregătiți acordul de confidențialitate

Identificați obiectivele vânzătorului și determinați procesul de vânzare adecvat

La începutul unei licitații, consilierul de vânzare lucrează cu vânzătorul pentru a-și identifica obiectivele, pentru a determina procesul de vânzare adecvat de desfășurat și pentru a dezvolta o foaie de parcurs a procesului. Consilierul trebuie mai întâi să obțină o înțelegere clară a priorităților vânzătorului, astfel încât să adapteze procesul în consecință. Poate că decizia cea mai de bază este câți potențiali cumpărători să abordeze (adică dacă să desfășoare o licitație largă sau direcționată).

După cum sa discutat anterior, în timp ce o licitație largă poate fi mai atrăgătoare pentru un vânzător în anumite circumstanțe, o licitație direcționată poate satisface mai bine anumite nevoi „mai blânde”, cum ar fi viteza de închidere a tranzacțiilor, confidențialitate sporită și risc mai mic de întrerupere a afacerii. În plus, consiliul de administrație al țintei trebuie să țină seama și de obligațiile sale fiduciare atunci când decide dacă să desfășoare o licitație amplă sau țintită. [193]În acest moment, echipa tranzacției elaborează o cronologie și o foaie de parcurs detaliate ale procesului, inclusiv datele țintă pentru etapele importante, cum ar fi lansarea, primirea ofertelor inițiale și finale, semnarea contractului și închiderea tranzacțiilor.

Efectuați Due Diligence și Preliminare a consilierului de vânzare Analiza de evaluare

Pregătirea procesului de vânzare începe cu due diligence extinse din partea consilierului de vânzare. Aceasta începe de obicei cu o sesiune aprofundată cu managementul țintei. Consultantul de vânzare trebuie să aibă o înțelegere cuprinzătoare a afacerii țintei și a viziunii echipei de management înainte de a elabora materiale de marketing și de a comunica cu potențialii cumpărători. Due diligence facilitează abilitatea consilierului de a poziționa corect ținta și de a-și articula meritele investiționale. De asemenea, permite identificarea preocupărilor potențialilor cumpărători cu privire la probleme, de la sustenabilitatea creșterii, tendințele marjei și concentrarea clienților până la probleme de mediu, datorii contingente și relațiile de muncă.

[193]În Delaware (care stabilește, în general, standardele pe care multe state își întemeiază dreptul corporativ), atunci când vânzarea controlului sau destrămarea unei companii a devenit inevitabilă, directorii au datoria să obțină cel mai mare preț rezonabil disponibil. Nu există un „plan” statutar sau judiciar pentru un proces adecvat de vânzare sau licitație. Directorii se bucură de o anumită libertate în acest sens, atâta timp cât procesul este conceput pentru a satisface îndatoririle directorilor, asigurându-se că aceștia s-au informat în mod rezonabil cu privire la valoarea companiei.

O parte cheie a diligenței de vânzare se concentrează pe asigurarea faptului că consilierul de vânzare înțelege și oferă o perspectivă asupra ipotezelor care conduc modelul financiar al managementului. Această diligență este deosebit de importantă deoarece modelul formează baza pentru munca de evaluare care va fi efectuată de potențialii cumpărători. Prin urmare, consilierul de vânzare trebuie să abordeze proiecțiile financiare ale țintei din perspectiva unui cumpărător și să se liniștească cu cifrele, tendințele și ipotezele cheie care le conduc.

Un consilier eficient în domeniul vânzării înțelege metodologiile de evaluare pe care cumpărătorii le vor folosi în analiza lor (de exemplu, companii comparabile, tranzacții precedente, analiză DCF și analiză LBO) și efectuează această activitate în prealabil pentru a stabili un interval de referință de evaluare. Pentru anumiți cumpărători publici, se efectuează și o analiză de acumulare/(diluare) pentru a evalua capacitatea acestora de a plăti. În cele din urmă, totuși, evaluarea implicită a țintei bazată pe aceste metodologii trebuie să fie cântărită în raport cu apetitul pieței. În plus, valoarea reală primită într-o tranzacție trebuie privită atât în termeni de preț, cât și în termeni negociați în acordul definitiv.

În cazul în care este furnizat un pachet de finanțare cu capse, se formează o echipă separată de tranzacții de finanțare (fie la instituția consilierului din partea de vânzare, fie la o altă bancă) pentru a începe efectuarea de due diligence în paralel cu echipa de vânzare. Analiza lor este utilizată pentru a crea o structură de finanțare generică pre-ambalată pentru a sprijini achiziționarea țintei. [194]Termenii inițiali ai pachetului de finanțare sunt utilizați ca ghiduri pentru a obține o evaluare implicită a analizei LBO.

Selectați Universul cumpărătorului

Selecția unui grup adecvat de potențiali cumpărători și compilarea informațiilor de contact corespunzătoare reprezintă o parte critică a etapei de organizare și pregătire. La extrem, omisiunea sau includerea unui potențial cumpărător (sau cumpărători) poate însemna diferența dintre o licitație reușită sau eșuată. Consilierii de vânzare sunt selectați în mare parte pe baza cunoștințelor lor sectoriale, inclusiv a relațiilor lor cu potențialii cumpărători și a cunoștințelor despre cumpărători. În mod corespunzător, echipa de tranzacții este de așteptat să identifice cumpărătorii potriviți și să le comercializeze în mod eficient ținta.

Într-o licitație largă, lista de cumpărători include de obicei o combinație de cumpărători strategici și sponsori financiari. Consilierul de vânzare evaluează fiecare cumpărător pe o gamă largă de criterii relevante pentru probabilitatea și capacitatea sa de a achiziționa ținta la o valoare acceptabilă. Atunci când evaluează cumpărătorii strategici, bancherul urmărește în primul rând potrivirea strategică, inclusiv potențialele sinergii. Capacitatea financiară sau „capacitatea de a plăti" – care depinde de obicei de mărime, puterea bilanțului, accesul la finanțare și apetitul pentru risc – este, de asemenea, analizată îndeaproape. Alți factori joacă un rol în evaluarea potențialilor ofertanți strategici, cum ar fi potrivirea culturală, istoricul de fuziuni și achiziții, rolul managementului existent în viitor, poziția relativă și pro forma pe piață (inclusiv preocupările antitrust) și efectele asupra relațiilor existente cu clienții și furnizorii.

Atunci când se evaluează potențialii cumpărători de sponsori financiari, criteriile cheie

[194]În cele din urmă, cumpărătorii care au nevoie de finanțare pentru a finaliza o tranzacție vor lucra de obicei cu mai multe bănci pentru a se asigura că primesc cel mai favorabil pachet de finanțare (cuantumul datoriei, prețul și condițiile) disponibil pe piață.

includ strategia de investiții/focalizarea, expertiza sectorului, dimensiunea fondului, [195]istoricul, încadrarea în portofoliul de investiții existent, ciclul de viață al fondului [196]și capacitatea de a obține finanțare. Ca parte a acestui proces, echipa de tranzacții caută sponsori cu companii de portofoliu existente care ar putea servi drept o combinație atractivă candidată pentru țintă. În multe cazuri, un cumpărător strategic este capabil să plătească un preț mai mare decât un sponsor datorită capacității de a realiza sinergii și un cost mai mic al capitalului. În funcție de condițiile predominante ale pieței de capital, un cumpărător strategic poate prezenta, de asemenea, un risc de finanțare mai mic decât un sponsor.

Odată ce consilierul de vânzare a întocmit o listă de potențiali cumpărători, îi prezintă vânzătorului pentru aprobarea finală.

Pregătiți materiale de marketing

Materialele de marketing reprezintă adesea prima introducere oficială a țintei către potențialii cumpărători. Ele sunt esențiale pentru a trezi interesul cumpărătorului și pentru a crea o primă impresie favorabilă. Materialele de marketing eficiente prezintă punctele importante de investiție ale țintei într-o manieră concisă, oferind în același timp dovezi și informații de bază operaționale, financiare și alte informații esențiale de afaceri. Cele două documente principale de marketing pentru prima rundă a unui proces de licitație sunt *teaserul* și memoriul de informații confidențiale (CIM). Consilierii din partea de vânzare preiau conducerea în producerea acestor materiale cu contribuții substanțiale din partea conducerii. Consilierul juridic analizează, de asemenea, aceste documente, precum și prezentarea conducerii, pentru diferite probleme juridice potențiale (de exemplu, antitrust [197]).

Teaser Teaserul este primul document de marketing prezentat potențialilor cumpărători. Este conceput pentru a informa cumpărătorii și a genera suficient interes pentru ca aceștia să lucreze în continuare și, eventual, să depună o ofertă. Teaser-ul este, în general, un scurt rezumat de una sau două pagini al țintei, inclusiv o prezentare generală a companiei, momentele importante ale investițiilor și informații financiare rezumate. De asemenea, conține informații de contact pentru bancherii care desfășoară procesul de vânzare, astfel încât părțile interesate să poată răspunde.

Teaserele variază în ceea ce privește formatul și conținutul, în funcție de ținta, sectorul, procesul de vânzare, consilierul și sensibilitățile potențialului vânzător. Pentru companiile publice, preocupările privind Regulamentul FD guvernează conținutul teaser-ului (adică, nicio informație materială non-publică), precum și natura contactelor cumpărătorilor înșiși. [198]Anexa 6.4 afișează un șablon de prezentare ilustrativ, așa cum ar putea fi prezentat potențialilor cumpărători.

[195]Se referă la mărimea totală a fondului, precum și la capitalul propriu disponibil pentru investiții.

[196]După cum se prevede în acordul dintre GP și LP al fondului, se referă la cât timp fondului i se va permite să caute investiții înainte de a intra într-o fază de recoltare și distribuție.

[197]De obicei, consilierul examinează îndeaproape orice discuție despre o combinare de întreprinderi (adică, într-o tranzacție strategică), deoarece materialele de marketing vor fi supuse controlului autorităților antitrust în legătură cu revizuirea lor de reglementare.

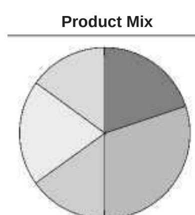
[198]Contactul inițial al cumpărătorului sau teaser-ul poate pune o companie publică „în joc” și poate constitui dezvăluirea selectivă de informații materiale (adică faptul că compania este de vânzare).

EXHIBITUL 6.4 Exemplu de teaser



Transaction Overview

Company Overview







Investment Highlights



Contact Details

Joshua Pearl
(212) XXX-XXXX
Joshua Rosenbaum
(212) XXX-XXXX
josh@investmentbankingbook.com

Memorandumul de informații confidențiale CIM este o descriere detaliată scrisă a țintei (de multe ori 50 + pagini) care servește ca document de marketing principal pentru țintă într-o licitație. Echipa de tranzacții, în colaborare cu managementul țintei, alocă timp și resurse semnificative redactând CIM-ul înainte ca acesta să fie considerat gata pentru distribuție către potențialii cumpărători. În cazul în care vânzătorul este un sponsor financiar (de exemplu, vinde o companie de portofoliu), profesioniștii în investiții ai sponsorului oferă de obicei și informații.

La fel ca teaserele, CIM-urile variază în ceea ce privește formatul și conținutul, în funcție de circumstanțele specifice ale situației. Există, totuși, anumite linii directoare general acceptate pentru conținut, așa cum se reflectă în Anexa 6.5. CIM conține de obicei un rezumat executiv, considerente de investiție și informații detaliate despre țintă, precum și despre sectorul său, clienții și furnizorii (deseori prezentați pe o bază anonimă), operațiuni, facilități, management și angajați. O versiune modificată a CIM poate fi pregătită pentru cumpărătorii strategici desemnați, și anume concurenții cu care vânzătorul ar putea fi preocupat de partajarea anumitor informații sensibile.

Informații financiare CIM conține o secțiune financiară detaliată care prezintă informații financiare istorice și proiectate, împreună cu o narațiune care explică atât performanța trecută, cât și cea preconizată viitoare (MD&A). Aceste date formează baza pentru analiza preliminară a evaluării efectuată de potențialii cumpărători.

În consecință, echipa de afaceri petrece mult timp lucrând cu directorul financiar al țintei, trezorierul și/sau echipa financiară (și șefii de divizie, după caz) în secțiunea financiară a CIM. Acest proces implică normalizarea datelor financiare istorice (de exemplu, pentru achiziții, cesionări și alte elemente unice și/sau extraordinare)

și elaborarea unui raport de gestionare însoțitor. Consilierul de vânzare ajută, de asemenea, la dezvoltarea unui set de proiecții, de obicei de cinci ani, precum și la susținerea ipotezelor și a narațiunii. Având în vedere importanța proiecțiilor în încadrarea evaluării, potențialii cumpărători le supun unui control intens. Prin urmare, consilierul de vânzare trebuie să câștige suficient confort pentru ca cifrele să fie realiste și defensabile în fața scepticismului potențialului cumpărător.

În unele cazuri, CIM oferă informații financiare suplimentare pentru a ajuta la ghidarea cumpărătorilor către scenarii potențiale de creștere/achiziție pentru țintă. De exemplu, consilierul din partea de vânzare poate colabora cu conducerea pentru a compila o listă de oportunități potențiale de achiziție pentru a fi incluse în CIM (de obicei, pe o bază anonimă), inclusiv vânzările lor incrementale și contribuțiile EBITDA. Aceste informații sunt concepute pentru a oferi potențialilor cumpărători o perspectivă asupra potențialului avantaj reprezentat de utilizarea țintei ca platformă de creștere, astfel încât să își poată elabora ofertele în consecință.

ANEXA 6.5 Exemplu de memorandum de informații confidențiale Cuprins

QOFIPOFIATIOn/

Confidential Information Memorandum

Control Number 001

December 2008

Cuprins

1. Executive Summary
2. Investment Considerations
3. Industry Overview
– segment overview
– competition
4. Company Overview
– history
– strategy
– products and services
– customers and suppliers
– management and employees
5. Operations Overview
– manufacturing
– distribution
– sales and marketing
– information systems
– legal and environmental
6. Financial Information
– historical financial results and MD&A
– projected financial results and MD&A Appendix
– audited financial statements
– recent press releases

Pregătiți acordul de confidențialitate

Un acord de confidențialitate (CA) este un contract obligatoriu din punct de vedere juridic între țintă și fiecare cumpărător potențial care guvernează partajarea informațiilor confidențiale ale companiei. CA este în mod obișnuit întocmit de consilierul țintei și distribuit potențialilor cumpărători împreună cu teaser-ul, cu înțelegerea că primirea de informații mai detaliate este condiționată de executarea CA.

O CA tipică include prevederi care reglementează următoarele:

- *Utilizarea informațiilor* - afirmă că toate informațiile furnizate de vânzător, orale sau scrise, sunt considerate informații de proprietate și ar trebui tratate ca confidențiale și utilizate exclusiv pentru a lua o decizie cu privire la tranzacția propusă .

- *Termen* - desemnează perioada de timp în care restricțiile de confidențialitate rămân în

vigoare[199]

- *Dezvăluiri permise* - subliniază în ce circumstanțe limitate i se permite potențialului cumpărător să dezvăluie informațiile confidențiale furnizate; de asemenea, interzice dezvăluirea faptului că cele două părți sunt în negocieri
- *Returnarea informațiilor confidențiale* - obligă returnarea sau distrugerea tuturor documentelor furnizate odată ce potențialul cumpărător iese din proces
- *Nesolicitare/fără angajare* - împiedică potențialii cumpărători să solicite angajarea (sau angajarea) angajaților vizați pentru o perioadă de timp desemnată
- *Acord de suspendare* [200]- pentru ținte publice, împiedică potențialii cumpărători să facă oferte sau achiziții nesolicitate de acțiuni ale țintei sau să caute să controleze/influențeze managementul, consiliul de administrație sau politicile țintei
- *Restricții la clubbing* - împiedică potențialii cumpărători să colaboreze între ei sau cu sponsori financiari/furnizori de acțiuni din afara fără acordul prealabil al țintei (pentru a păstra un mediu competitiv)

PRIMUL TURD

- Contactați potențialii cumpărători
- Negociați și executați acorduri de confidențialitate cu părțile interesate
- Distribuiți memorandumul de informații confidențiale și scrisoarea privind procedurile inițiale de licitație
- Pregătiți prezentarea managementului
- Configurați camera de date
- Pregătiți pachetul de finanțare cu capsare (dacă este cazul)
- Primiți oferte inițiale și selectați cumpărători pentru a trece la a doua rundă

Contactați potențialii cumpărători

Prima rundă începe cu contactarea potențialilor cumpărători, ceea ce marchează lansarea oficială a procesului de licitație. Acest lucru ia de obicei forma unui apel telefonic scriptat către fiecare cumpărător potențial de către un membru senior al echipei de consultanță din partea vânzării (și/sau bancherul de acoperire care menține relația cu respectivul cumpărător), urmat de livrarea teaserului și a CA. [201]Consilierul de vânzare păstrează, în general, o evidență detaliată a tuturor interacțiunilor cu potențialii cumpărători, numită jurnal de contact, care este folosit ca instrument pentru a monitoriza nivelul de activitate al cumpărătorului și pentru a oferi o înregistrare a procesului.

[199]De obicei, unul până la doi ani pentru sponsorii financiari și, potențial, mai mult pentru cumpărătorii strategici.
[200]Poate fi elaborat și ca document juridic separat în afara CA.
[201]În unele cazuri, CA trebuie semnat înainte de a primi orice informație, inclusiv teaser-ul, în funcție de sensibilitatea vânzătorului.

Negociați și executați acordul de confidențialitate cu părțile interesate

La primirea CA, un potențial cumpărător prezintă documentul consilierului său juridic pentru examinare. În cazul probabil că există comentarii, consilierul cumpărătorului și consilierul vânzătorului negociază CA cu contribuția clienților respectivi. După executarea CA, consilierul de vânzare este în măsură să distribuie CIM și *scrisoarea privind procedurile inițiale de licitație* unui potențial cumpărător.[202]

Distribuiți memorandumul de informații confidențiale și scrisoarea privind procedurile inițiale de licitație

Cumpărătorilor potențiali li se acordă de obicei câteva săptămâni pentru a revizui CIM, [203]a studia ținta și sectorul acestuia și pentru a efectua o analiză financiară preliminară înainte de a-și depune ofertele inițiale neobligatorii. În această perioadă, consilierul de vânzare menține un dialog cu potențialii cumpărători, oferind adesea culoare, îndrumări și materiale suplimentare, după caz, de la caz la caz.

În funcție de nivelul lor de interes, potențialii cumpărători pot, de asemenea, să angajeze bănci de investiții (în calitate de consilieri de achiziții și/sau furnizori de finanțare), alte surse externe de finanțare și consultanți în această etapă. Consilierii din partea de cumpărare joacă un rol esențial în a-și ajuta clientul, indiferent dacă este un cumpărător strategic sau un sponsor financiar, să evalueze ținta din perspectiva evaluării și să determine un preț inițial competitiv. Sursele de finanțare ajută la evaluarea capacității atât a cumpărătorului, cât și a țintei de a sprijini o anumită structură de capital și de a oferi clienților lor date despre sumele, termenii și disponibilitatea finanțării. Aceste date de finanțare sunt folosite pentru a ajuta la încadrarea analizei de evaluare efectuată de cumpărător. Consultanții oferă o perspectivă asupra oportunităților cheie de afaceri și de piață, precum și riscurile potențiale și domeniile de îmbunătățire operațională pentru țintă.

Scrisoarea inițială a procedurilor de licitație Scrisoarea inițială a procedurilor de licitație, care este de obicei trimisă potențialilor cumpărători după distribuirea CIM-ului, precizează data și ora până la care părțile interesate trebuie să-și depună indicațiile preliminare de interes scrise, neobligatorii („oferte din prima rundă"). De asemenea, definește informațiile exacte care ar trebui incluse în ofertă, cum ar fi:

- Prețul de achiziție indicativ (prezentat în mod obișnuit ca un interval) și formă de luare în considerare (numerar vs. mix de acțiuni)[204]
- Ipoteze cheie pentru a ajunge la prețul de achiziție declarat
- Considerații structurale și alte considerații
- Informații despre sursele de finanțare

[202]Apelurile sunt de obicei începute cu una până la două săptămâni înainte de tipărirea CIM, pentru a permite timp suficient pentru negocierea CA. În mod ideal, consilierul de vânzare preferă să distribuie CIM-urile simultan pentru a oferi tuturor potențialilor cumpărători o perioadă egală de timp pentru a lua în considerare investiția înainte de data scadentă a ofertei.
[203]Fiecare CIM primește un număr de control unic care este utilizat pentru a urmări fiecare parte care primește o copie.
[204]Pentru achizițiile de companii private, cumpărătorilor li se cere de obicei să liciteze presupunând că ținta este atât numerar, cât și fără datorii.

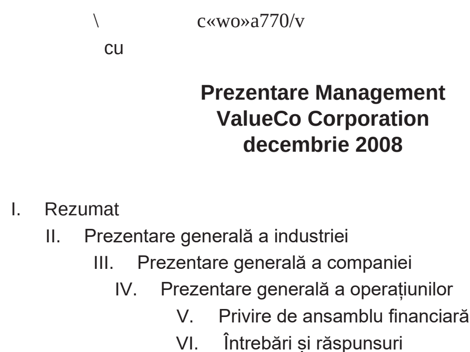
- Tratamentul conducerii și al angajaților
- Momentul pentru finalizarea unei tranzacții și diligența care trebuie efectuată
- Condiții cheie pentru semnare și închidere
- Aprobari necesare
- Informațiile de contact ale cumpărătorului

Pregătiți prezentarea managementului

Prezentarea managementului este de obicei structurată ca o prezentare de diapozitive cu fișă însoțitoare pe hârtie. Consilierul de vânzare preia conducerea în pregătirea acestor materiale cu contribuții substanțiale din partea conducerii. În paralel, consilierul de vânzare lucrează cu echipa de management pentru a determina lista de vorbitori pentru prezentare , precum și mesajele cheie și pregătirea răspunsurilor la întrebările probabile. În funcție de echipa de conducere, procesul de repetiție pentru prezentări („produse uscate”) poate fi intens și consumator de timp. Prezentarea de prezentare a managementului trebuie să fie finalizată până la începutul rundei a doua, când încep întâlnirile efective cu cumpărătorii.

Formatul de prezentare se potrivește în general cu cel al CIM, dar este mai clar și mai concis. De asemenea, tinde să conțină un nivel suplimentar de detaliu, analiză și perspectivă mai propice unei sesiuni interactive cu management și due diligence în faza ulterioară. O schiță tipică de prezentare a managementului este prezentată în Figura 6.6.

EXHIBITUL 6.6 Schemă de prezentare a managementului eșantionului



Configurați camera de date

Camera de date servește drept hub pentru due diligence a cumpărătorului care are loc în a doua rundă a procesului. Este o locație, de obicei online, în care informații complete și detaliate despre țintă sunt stocate, catalogate și puse la dispoziție

ofertanți pre-evaluați. [205]O cameră de date bine organizată facilitează diligența cumpărătorului,

[205]Înainte de înființarea sistemelor de recuperare a datelor bazate pe web, camerele de date erau locații fizice (adică birouri sau camere, de obicei găzduite la firma de avocatură a țintei) în care erau amenajate dulapuri sau cutii care conțineau documentația companiei. Astăzi, însă, majoritatea camerelor de date sunt site-uri

ajută la menținerea în termen a procesului de vânzare și inspiră încredere ofertanților. Deși majoritatea camerelor de date respectă anumite reguli de bază, acestea pot varia foarte mult în ceea ce privește conținutul și accesibilitatea, în funcție de companie și de preocupările privind confidențialitatea.

Camerele de date conțin în general o bază largă de informații , documentație și analize esențiale ale companiei. În esență, camera de date este concepută pentru a oferi un set cuprinzător de informații relevante pentru cumpărători pentru a lua o decizie de investiție informată cu privire la țintă, cum ar fi rapoarte financiare detaliate, rapoarte de industrie și studii de consultanță. De asemenea, conține informații detaliate specifice companiei, cum ar fi liste de clienți și furnizori, contracte de muncă, contracte de cumpărare, descrierea și termenii datoriei restante, contractele de închiriere și de pensii și certificarea conformității de mediu (a se vedea Planșa 6.7). În același timp, conținutul trebuie să reflecte orice îngrijorare privind partajarea datelor sensibile din motive competitive.[206]

Camera de date permite, de asemenea, cumpărătorului (împreună cu consilierul său juridic, contabilii și alți consilieri) să efectueze o diligență de confirmare mai detaliată înainte de finalizarea unei tranzacții. Această diligență include revizuirea statutelor/statutului, a litigiilor restante, a informațiilor de reglementare, a rapoartelor de mediu și a actelor de proprietate, de exemplu. De obicei, se desfășoară numai după ce un cumpărător a decis să urmărească în mod serios achiziția.

Bancherii din partea de vânzare lucrează îndeaproape cu consilierul juridic al țintei și cu angajații selectați pentru a organiza, popula și gestiona camera de date. În timp ce camera de date este permanent actualizată și reîmprospătată cu informații noi pe parcursul licitației, scopul este de a avea o bază de date de bază până la începutul rundei a doua. Accesul la camera de date este de obicei acordat acelor cumpărători care înaintează după licitațiile din prima rundă, înainte de sau care coincide cu participarea lor la prezentarea managementului.

Pregătiți pachetul de finanțare cu capsare

Banca de investiții care derulează procesul de licitație (sau uneori o bancă „parteneră”) poate pregăti o structură de finanțare „pre-ambalată” în sprijinul țintei vândute. Produsul de bază, care este direcționat către sponsori, a fost un pilon în procesele de licitație în timpul boom-ului LBO de la mijlocul anilor 2000. Deși potențialii cumpărători nu sunt obligați să folosească produsele de bază, istoricul a poziționat consilierul de vânzare pentru a juca un rol în finanțarea tranzacției. Deseori, însă, cumpărătorii își caută propria finanțare

online unde cumpărătorii pot vizualiza toată documentația necesară de la distanță. Printre alte beneficii, procesul online facilitează participarea unui număr mai mare de potențiali cumpărători, deoarece documentele din camera de date pot fi revizuite simultan de diferite părți. Ele permit, de asemenea, vânzătorului să personalizeze vizualizarea, descărcarea și tipărirea diferitelor date și documentații pentru anumiți cumpărători.

[206]Informațiile sensibile (de exemplu, clienți, furnizori și contracte de muncă) sunt în general păstrate de la ofertanții concurenți până mai târziu în proces.

ANEXA 6.7 Indexul camerei de date generale

Indexul camerei de date

1. **Organization and Structure**
   - Corporate organizational chart
   - Board of directors meeting minutes
2. **Financial Information**
   - Audited financial statements
   - Financial model
3. **Operational Overview**
   - Contracts and agreements
   - Machinery and equipment leases
4. **Research and Development**
   - List of current programs
   - List of completed programs
5. **Suppliers**
   - Top 10 suppliers
   - Supplier agreements
6. **Products and Markets**
   - Top 10 competitors
   - Market consulting reports
7. **Sales and Marketing**
   - Top 10 customers
   - Customer agreements
8. **Intellectual Property**
   - List of patents, trademarks, and copyrights
   - Software license agreements
9. **Management and Employee Matters**
   - Employment agreements/benefits
   - Employee options details
10. **Property Overview**
   - Summary of owned/leased real estate
   - Deeds, mortgage documents, and leases
11. **Insurance**
   - List of insurance policies
   - List of insurance claims
12. **Environmental Matters**
   - List of environmental issues
   - Compliance certificates
13. **Litigation**
   - List of pending or threatened litigation
   - List of judgments and settlements
14. **Legal Documentation**
   - Charters; by-laws
   - Governmental regulations and filings
15. **Debt**
   - List of outstanding debt
   - Credit agreements and indentures
16. **Regulation**
   - List of appropriate regulatory agencies
   - List of any necessary permits

surse pentru a potrivi sau „învinge” capsa. În mod alternativ, anumiți cumpărători pot alege să folosească un efect de pârghie mai mic decât cel oferit de capsă.

Pentru a evita un potențial conflict de interese, banca de investiții care derulează operațiunile de vânzare de fuziuni și achiziții înființează o echipă de finanțare separată, distinctă de echipa de consultanță din partea vânzării, pentru a conduce procesul de bază. Această echipă de finanțare are sarcina de a oferi o evaluare obiectivă a capacității de levier a țintei. Ei efectuează due diligence și analize financiare separat de (dar adesea în paralel cu) echipa de M&A și creează o structură de finanțare viabilă care este prezentată comitetului intern de credit al băncii pentru aprobare. Acest pachet de finanțare este apoi prezentat vânzătorului pentru semnare, după care este oferit potențialilor cumpărători ca parte a procesului de vânzare.

Termenii de bază ai produsului de bază sunt comunicați de obicei verbal cumpărătorilor înainte de data primei runde de licitație, astfel încât aceștia să poată folosi aceste informații pentru a-și elabora ofertele. Termenele de bază și/sau angajamentele reale de finanțare nu sunt furnizate decât mai târziu în a doua rundă a licitației, înainte de depunerea ofertelor finale. Acele bănci de investiții fără capacități de subscriere a datoriilor (de exemplu, bănci de investiții de pe piața de mijloc sau de tip boutique) se pot asocia cu o bancă parteneră capabilă să furnizeze un element de bază, la cererea clientului.

În timp ce cumpărătorii nu sunt obligați să utilizeze capse, acesta este conceput pentru a trimite un semnal puternic de sprijin din partea băncii din partea vânzării și pentru a oferi confortul necesar.

finanţarea va fi disponibilă cumpărătorilor pentru achiziţie. Elementul de bază poate, de asemenea, să comprima intervalul dintre începerea celei de-a doua runde a licitației și semnarea unui acord definitiv, eliminând dublarea due diligence pentru finanțarea cumpărătorului. Într-o

oarecare măsură, produsul de bază poate servi la stabilirea unui prag de evaluare pentru țintă prin stabilirea unui nivel de levier care poate fi folosit ca bază pentru extrapolarea prețului de achiziție. De exemplu, o bază care oferă finanțare prin datorie egală cu 4,5x EBITDA LTM cu o contribuție minimă de capital propriu de 25% ar presupune un preț de achiziție de cel puțin 6,0x EBITDA LTM.

Primiți oferte inițiale și selectați cumpărători pentru a trece la a doua rundă

La data primei runde a ofertei, consilierul de vânzare primește indicațiile inițiale de interes de la potențialii cumpărători. În următoarele câteva zile, echipa de tranzacții efectuează o analiză amănunțită a ofertelor primite, evaluând prețul orientativ de achiziție, precum și termenii cheie şi alte condiții declarate. În acest moment, poate exista și un dialog cu anumiți cumpărători, concentrat de obicei pe căutarea de clarificări cu privire la punctele cheie ale ofertei.

Un consilier eficient de vânzare este capabil să discearnă care oferte sunt „reale" (adică, mai puțin probabil să fie re-tranzacționate). În plus, poate fi evident că anumiți ofertanți încearcă pur și simplu să arunce o privire gratuită asupra țintei fără nicio intenție serioasă de a finaliza o tranzacție. După cum sa discutat anterior, experiența anterioară a consilierului în tranzacții şi cunoştințele specifice ale sectorului dat și universului cumpărătorului sunt cheie în acest sens.

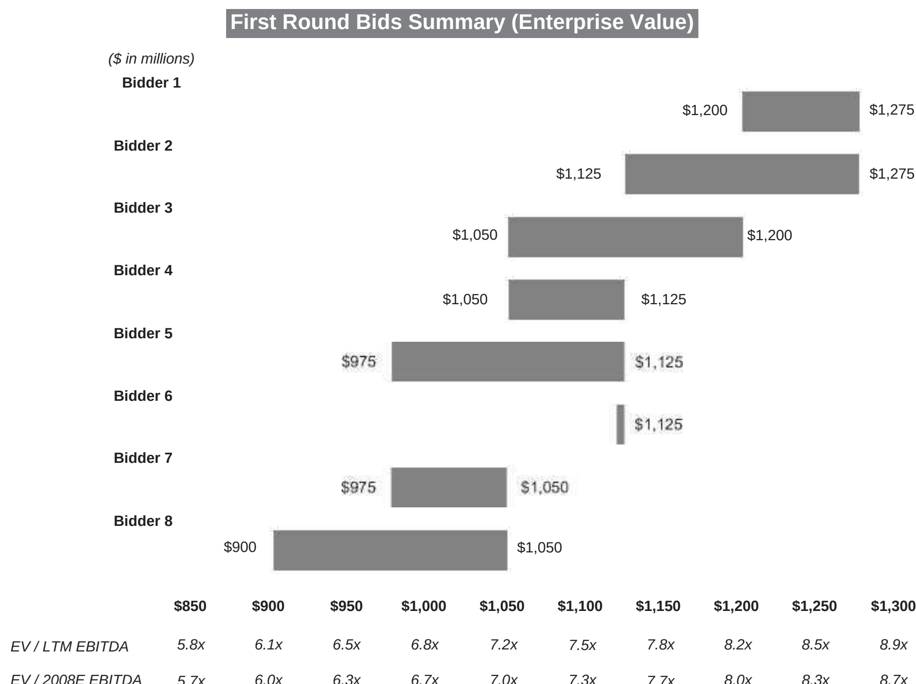
Odată ce această analiză este finalizată, informațiile despre ofertă sunt apoi rezumate și prezentate vânzătorului împreună cu o recomandare cu privire la cumpărătorii să invite la a doua rundă (a se vedea Anexa 6.8 pentru un exemplu de prezentare grafică a intervalelor de preț de achiziție de la ofertanți). Decizia finală cu privire la ce cumpărători ar trebui să avanseze, însă, este luată de vânzător în consultare cu consilierii săi.

Perspective de evaluare – Cumpărători strategici vs. sponsori financiari După cum sa discutat în capitolele 4 și 5, sponsorii financiari folosesc analiza LBO și IRR-urile implicite şi randamentele în numerar, împreună cu îndrumările din celelalte metodologii discutate în această carte, pentru a-și încadra gama de prețuri de achiziție. Proiecțiile financiare ale CIM și o structură de finanțare asumată inițială (de exemplu, un element de bază, dacă este furnizat, sau termeni indicativi de la un furnizor de finanțare) formează baza pentru sponsor în formularea unei oferte din prima rundă. Consultantul de vânzare realizează propria analiză LBO în paralel pentru a evalua ofertele sponsorului.

În timp ce cumpărătorii strategici se bazează, de asemenea, pe metodologiile fundamentale discutate în această carte pentru a stabili un interval de evaluare pentru o potențială țintă de achiziție, ei folosesc de obicei tehnici suplimentare. De exemplu, strategiile publice folosesc analiza de creștere/(diluare) pentru a măsura efectele pro forma ale tranzacției asupra câștigurilor , presupunând un preț de achiziție și o structură de finanțare dată. EPS pro forma achizitorului pentru tranzacție este comparat cu EPS-ul său individual. Dacă EPS pro forma este mai mare decât EPS de sine stătător, se spune că tranzacția este *amplificatoare;* invers, dacă EPS pro forma este mai mic, se spune că tranzacția este *dilutivă* .

Analiza de acumulare/(diluare) Ca regulă generală, companiile publice sunt reticente în a efectua tranzacții dilutive din cauza efectului potențial dăunător asupra prețului acțiunilor lor. Prin urmare, percepția unui anumit cumpărător public asupra evaluării și a prețului de ofertă corespunzător este adesea ghidată de analiza creşterii/(diluției) EPS. Efectele de acumulare maxime sunt obținute prin minimizarea prețului de achiziție, aprovizionarea cu cea mai puțin costisitoare formă

EXHIBIT 6.8 First Round Bids Summary



de finanțare și identificarea sinergiilor semnificative realizabile. Cu toate acestea, în timp ce anumite tranzacții ar putea să nu fie amplificatoare în prima zi, ele pot crea o valoare crescândă în timp. Prin urmare, cumpărătorii evaluează efectele acumulative/(dilutive) ale unei tranzacții pe o bază prospectivă, luând în considerare câștigurile viitoare așteptate ale țintei, inclusiv perspectivele de creștere și alte efecte combinate, cum ar fi sinergiile.

Din perspectiva consilierii din partea vânzării, bancherul efectuează de obicei o analiză de creștere/(diluare) pentru strategiile publice în procesul de evaluare a capacității lor de a plăti. Acest lucru necesită realizarea de ipoteze cu privire la mixul și costul de finanțare al fiecărui dobânditor , precum și la sinergii. Figura 6.9 oferă un exemplu de bază al modului în care este efectuată analiza acreției/(diluției) pentru o achiziție ilustrativă a ValueCo de către un cumpărător strategic, StrategicCo. Elementul rând sinergii înainte de impozitare permite consilierului de vânzare să evalueze prețul maxim pe care un anumit cumpărător strategic și-l poate permite să-l plătească pe baza unei structuri de finanțare presupusă și a sinergiilor așteptate. Aceste informații pot fi apoi folosite de consilierul de vânzare în cadrul negocierilor pentru a convinge cumpărătorul să-și mărească oferta.

Pe baza diferitelor ipoteze prezentate în Figura 6.9, achiziția preconizată de către StrategicCo a ValueCo pentru 1.100 milioane USD ar avea o creștere de 0,17 USD pe acțiune (sau 6% față de EPS independent) în Anul 1. După cum se indică în pragul de rentabilitate, sinergii înainte de impozitare/(cushion) de 3 milioane USD. afacerea atinge pragul de rentabilitate/(diluare). Acest lucru înseamnă că StrategicCo are nevoie de doar 16,1 milioane de dolari în sinergii pentru ca afacerea să fie pozitivă. Presupunând că sinergiile anuale de 50 de milioane de dolari sunt realizabile, acest lucru sugerează că StrategicCo își poate permite să plătească mai mult decât prețul de achiziție propus de 1.100 de milioane de dolari.

ANEXA 6.9 Analiza acreției/(diluției) [a]

Achiziționarea ValueCo de către StrategicCo 50% Stock / 50% Cash Consideration Accretion / Analiza (diluare)

($ în milioane, cu excepția datelor pe acțiune)

= StrategicCo EBIT 2009E + ValueCo EBIT 2009E + Sinergii = 500,0 milioane USD + 140,4 milioane USD + 50,0 milioane USD

= Debt Financing x Cost of Debt = $550.0 million x 8.0%

Ipoteze

Pretul de achizitie		Finanțare		
Pretul de achizitie	1.100,0 USD	Costul de finanțare a datoriei emise de acțiuni	de StrategicCo	25,0 550,0 USD
% din valoarea stocului	50,0%			
% din contravaloarea numerarului	50,0%			8,0%

Perioada de proiecție

	Anul 1 2009	Anul 2 2010	Anul 3 2011
EBIT StrategicCo	500,0 USD	530,0	551,2
EBIT ValueCo	140,4	148,8	154,8
Sinergii	50,0	50,0	50,0
EBIT combinat pro forma	**690,4 USD**	**728,8**	**756,0**
Cheltuieli nete cu dobânzile independente	50,0	50,0	50,0 1
Cheltuieli nete incrementale cu dobânda	44,0	44,0	44,0
Câștigurile înainte de impozite	**596,4 USD**	**634,8**	**662,0**
Cheltuieli cu impozitul pe venit @ 38,0%	226,6	241,2	251,6
Venit net combinat pro forma	**369,8 USD**	**393,6**	**410,4**
Venit net autonom StrategicCo	**279,0 USD**	**297,6**	**310,7**
Acțiuni autonome complet diluate în circulație	100.0	100.0	100.0
Acțiuni noi nete emise în tranzacție	25.0	25.0	25.0
Acțiuni proforma complet diluate în circulație	**125.0**	**125.0**	**125.0**
Pro Forma Combined Diluted EPS	$2.96	$3.15	$3.28
StrategicCo Standalone Diluted EPS	2.79	2.98	3.11
Accretion / (Dilution) - $	**$0.17**	**$0.17**	**$0.18**
Accretion / (Dilution) - %	**6.0%**	**5.8%**	**5.7%**
Accretive / Dilutive	*Accretive*	*Accretive*	*Accretive*
Breakeven Pre-Tax Synergies / (Cushion)	(33.9)	(34.8)	(35.5)

= Pro Forma Net Income 2009E / Pro Forma Fully Diluted Shares 2009E
= $369.8 million / 125.0 million

= StrategicCo Standalone Net Income 2010E / Standalone Fully Diluted Shares
= $297.6 million / 100.0 million

= Pro Forma Combined Diluted EPS 2009E - StrategicCo Standalone Diluted EPS 2009E
= $2.96 - $2.79

= Pro Forma Combined Diluted EPS 2010E / StrategicCo Standalone Diluted EPS 2010E - 1
= $3.15 / $2.98 - 1

= - (EPS Accretion/(Dilution) 2011E x Pro Forma Fully Diluted Shares) / (1 - Tax Rate)
= - ($0.18 x 125.0 million / (1 - 38.0%)

RUNDA A DOUA

- Efectuați prezentări de management
- Facilitați vizitele la fața locului
- Furnizați acces la camera de date
- Distribuiți scrisoarea privind procedurile finale de licitație și proiectul de acord definitiv
- Primiți oferte finale

A doua rundă a licitației se concentrează pe facilitarea capacității potențialilor cumpărători de a efectua verificări și analize detaliate, astfel încât aceștia să poată depune oferte puternice, finale (și în mod ideal) obligatorii până la data scadentă stabilită. Procesul de diligență se dorește a fi exhaustiv, de obicei se întinde pe câteva săptămâni, în funcție de dimensiunea țintei, sectorul, zonele geografice și proprietatea. Durata și natura procesului de diligență diferă adesea în funcție de profilul cumpărătorului. Un cumpărător strategic care este un concurent direct al țintei, de exemplu, poate avea deja cunoștințe aprofundate despre afacere și, prin urmare, se concentrează pe un domeniu limitat de informații specifice companiei. [207]Pentru un sponsor financiar care nu este familiarizat cu ținta și cu sectorul său, totuși, diligența necesară poate dura mai mult. Ca rezultat, sponsorii caută adesea sfaturi profesionale de la consultanți angajați, consilieri operaționali și alți experți din industrie pentru a le ajuta în procesul de diligență.

Consultantul de vânzare joacă un rol central în timpul celei de-a doua runde, coordonând prezentările de management și vizitele la fața locului, monitorizarea camerei de date și menținerea unui dialog regulat cu potențialii cumpărători. În această perioadă, fiecărui potențial cumpărător i se oferă timp cu conducerea superioară, piatra de temelie a procesului de due diligence. Cumpărătorii parcurg, de asemenea, camera de date a țintei, vizitează instalațiile cheie, desfășoară sesiuni de urmărire diligență cu ofițerii cheie ai companiei și efectuează analize financiare și industriale detaliate. Cumpărătorilor potențiali li se acordă suficient timp pentru a-și finaliza due diligence, pentru a asigura finanțarea, pentru a elabora un preț și o structură a ofertei finale și să trimită un markup al proiectului de acord definitiv. În același timp, consilierul de vânzare urmărește să mențină o atmosferă competitivă și să mențină procesul în mișcare prin limitarea timpului disponibil pentru due diligence, acces la management și asigurându-se că ofertanții se deplasează în conformitate cu programul stabilit.

Efectuați prezentări de management

Prezentarea conducerii marchează de obicei lansarea oficială a celei de-a doua runde, care se întinde adesea pe o zi lucrătoare întreagă. În cadrul prezentării, echipa de management a țintei prezintă fiecărui cumpărător potențial o imagine de ansamblu detaliată a companiei, variind de la informații de bază de afaceri, industrie și financiare până la poziționare competitivă , strategie viitoare, oportunități de creștere, sinergii (dacă este cazul) și proiecții financiare. Echipa de bază care prezintă de obicei este formată din CEO-ul țintei, CFO și șefii cheie de divizie sau alți directori operaționali, după caz. The

prezentarea este menită să fie interactivă cu întrebări și răspunsuri încurajate și așteptate. Este

[207]Due diligence în aceste cazuri poate fi complicată de necesitatea de a limita accesul potențialilor cumpărători la informații extrem de sensibile pe care vânzătorul nu este dispus să le furnizeze.

obișnuit ca potențialii cumpărători să-și aducă consilierii și sursele de finanțare în domeniul investițiilor bancare, precum și consultanții din industrie și/sau operaționali, la prezentarea managementului, astfel încât să își poată efectua due diligence în paralel și să ofere informații.

Prezentarea conducerii este adesea prima întâlnire a cumpărătorului cu managementul . Prin urmare, acest forum reprezintă o oportunitate unică de a obține o înțelegere mai profundă a afacerii și a perspectivelor sale de viitor direct de la persoanele care cunosc cel mai bine compania. În plus, echipa de management în sine reprezintă de obicei o parte substanțială din propunerea de valoare a țintei și este, prin urmare, un element de bază de diligență. Prezentarea este, de asemenea, o șansă pentru potențialii cumpărători de a obține un sentiment de „potrivire" între ei și conducere.

Facilitați vizitele la fața locului

Vizitele site-ului sunt o componentă esențială a due diligence a cumpărătorului, oferind o vedere directă a operațiunilor țintei. Adesea, prezentarea conducerii în sine are loc la sau în apropierea unei unități cheie a companiei și include o vizită la fața locului ca parte a agendei. Cumpărătorii potențiali pot solicita, de asemenea, vizite pe mai multe site-uri pentru a înțelege mai bine afacerea și activele țintei. Vizita tipică la fața locului implică un tur ghidat al unei unități-țintă cheie, cum ar fi o fabrică de producție, un centru de distribuție și/sau un birou de vânzări. Tururile ghidate sunt, în general, conduse de managerul local al unității date, adesea însoțite de un subgrup de conducere și un membru al echipei de consiliere din partea de vânzare. Aceștia tind să fie foarte interactivi, deoarece reprezentanții cheie ai cumpărătorilor, împreună cu consilierii și consultanții lor, folosesc această oportunitate pentru a pune întrebări detaliate despre operațiunile țintei. În multe cazuri, vânzătorul nu dezvăluie adevăratul scop al vizitei la fața locului, deoarece angajații din afara unui grup selectat de manageri superiori nu știu adesea că un proces de vânzare este în desfășurare.

Furnizați acces la camera de date

Odată cu prezentarea managementului și vizitele pe site, potențialilor cumpărători li se oferă acces la camera de date. După cum se subliniază în Anexa 6.7, camera de date conține informații detaliate despre toate aspectele țintei (de exemplu, afaceri, financiare, contabile, fiscale, juridice, asigurări, de mediu, tehnologia informației și proprietate). Ofertanții serioși dedică resurse semnificative pentru a se asigura că diligența lor este cât mai riguroasă posibil. Adesea, aceștia angajează o echipă completă de contabili, avocați, consultanți și alți specialiști funcționali pentru a efectua o investigație cuprinzătoare a datelor companiei. Prin analiza și interpretarea riguroasă a datelor, cumpărătorul caută să identifice oportunitățile și riscurile cheie prezentate de țintă, încadrând astfel rațiunea achiziției și teza investiției. Acest proces permite, de asemenea, cumpărătorului să identifice acele articole și probleme restante care ar trebui să fie satisfăcute înainte de a depune o ofertă oficială și/sau referitoare în mod specific la acordul definitiv propus de vânzător.

Unele camere de date online permit utilizatorilor să descarce documente, în timp ce altele permit doar capturi de ecran (care pot fi sau nu imprimabile). În mod similar, pentru camerele de date fizice, unii vânzători permit fotocopierea documentelor, în timp ce alții pot permite doar transcrierea. Accesul la camera de date poate fi adaptat ofertantilor individuali sau chiar specific

membri ai echipelor ofertanților (de exemplu, limitat doar la consilier juridic). De exemplu, cumpărătorii strategici care concurează direct cu ținta pot fi restricționați de la vizualizarea

informațiilor concurente sensibile (de exemplu, contracte cu clienții și furnizorii), cel puțin până la etapele ulterioare când este selectat ofertantul preferat. Consilierul de vânzare monitorizează accesul la camera de date pe tot parcursul procesului, inclusiv vizualizarea anumitor articole. Acest lucru le permite să urmărească interesul și activitatea cumpărătorului, să tragă concluzii și să ia măsuri în consecință.

Pe măsură ce potențialii cumpărători analizează datele, aceștia identifică problemele cheie, oportunitățile și riscurile care necesită o anchetă ulterioară. Consilierul de vânzare joacă un rol activ în acest sens, canalizând cererile de urmărire a due diligence către persoanele adecvate la țintă și facilitând un răspuns ordonat și în timp util.

Distribuiți scrisoarea privind procedurile finale de licitație și proiectul de acord definitiv

În timpul celei de-a doua runde, *scrisoarea finală privind procedurile de licitație* este distribuită potențialilor cumpărători rămași adesea împreună cu proiectul de acord definitiv. Ca parte a pachetului final de ofertă, potențialii cumpărători trimit un marcaj al proiectului de acord definitiv împreună cu o scrisoare de intenție care detaliază propunerea lor ca răspuns la elementele prezentate în scrisoarea privind procedurile finale de licitație.

Scrisoarea finală privind procedurile de licitație Similar cu scrisoarea inițială privind procedurile de licitație din prima rundă, scrisoarea finală privind procedurile de licitație prezintă data exactă și liniile directoare pentru depunerea unui pachet final de oferte obligatorii din punct de vedere juridic. Așa cum era de așteptat, totuși, cerințele pentru oferta finală sunt mai stricte, inclusiv:

- Detalii despre prețul de cumpărare, inclusiv suma exactă în dolari a ofertei și forma contraprestației de cumpărare (de exemplu, numerar versus stoc)[208]
- Markup pentru proiectul de acord definitiv furnizat de vânzător într-o formă pe care cumpărătorul ar fi dispus să o semneze
- Dovezi privind finanțarea angajată și informații despre sursele de finanțare
- Atestare de finalizare a due diligence (sau o verificare foarte limitată de due diligence)
- Atestare că oferta este obligatorie și va rămâne deschisă pentru o perioadă de timp stabilită
- Sunt necesare aprobări de reglementare și termen pentru finalizare
- Aprobarile consiliului de administratie (daca este cazul)
- Timp estimat pentru semnarea și închiderea tranzacției
- Informațiile de contact ale cumpărătorului

Acord definitiv Acordul definitiv este un contract obligatoriu din punct de vedere juridic între un cumpărător și un vânzător care detaliază termenii și condițiile tranzacției de vânzare. În cadrul unei licitații, primul proiect este pregătit de consilierul juridic al vânzătorului în colaborare cu vânzătorul și bancherii acestuia. Acesta este distribuit potențialilor cumpărători

[208]La fel ca scrisoarea inițială privind procedurile de licitare, pentru ținte private, cumpărătorului i se cere de obicei să liciteze presupunând că ținta nu este atât numerar, cât și fără datorii. Dacă ținta este o companie publică, oferta va fi exprimată pe acțiune.

(și consilierului lor juridic) în timpul celei de-a doua runde – adesea spre sfârșitul procesului de diligență. Avocatul cumpărătorului furnizează apoi comentarii specifice asupra proiectului de document (în mare parte informat de eforturile de diligență ale cumpărătorului din a doua rundă) și îl prezintă ca parte a pachetului final de ofertă.

În mod ideal, cumpărătorul trebuie să prezinte o formă de acord definitiv revizuit pe care ar fi dispus să o semneze imediat dacă oferta este acceptată. Adesea, consilierul juridic al cumpărătorului și al vânzătorului negociază în prealabil anumiți termeni în efortul de a obține acordul definitiv revizuit cel mai definitiv și cel mai puțin condiționat posibil înainte de a fi transmis vânzătorului. Acest lucru ajută vânzătorul să evalueze condițiile contractuale concurente. Uneori , totuși, un potențial cumpărător refuză să aloce resurse legale unui anumit markup al acordului definitiv până când este informat că a câștigat licitația, furnizând în schimb pur și simplu o „listă de probleme” între timp. Acest lucru poate fi riscant pentru vânzător, - deoarece poate încuraja re-tranzacționarea în condițiile contractuale sau negocieri mai dure asupra acordului după ce un potențial cumpărător este identificat ca fiind principalul sau „ofertantul câștigător”.

Acordurile definitive care implică companii publice și private diferă în ceea ce privește conținutul, deși formatul de bază al documentului este același, conținând o privire de ansamblu asupra structurii tranzacției/mecanicii tranzacției, reprezentări și garanții, angajamente înainte de închidere (inclusiv acorduri), condiții de închidere, prevederi de reziliere și indemnizații (dacă este cazul), [209]precum și programele de dezvăluire asociate. [210]Figura 6.10 oferă o prezentare generală a unora dintre secțiunile cheie ale unui acord definitiv.

[209]Despăgubirile sunt în general incluse doar pentru vânzarea companiilor private sau diviziilor/activelor companiilor publice.

[210]Frecvent, odată cu proiectul de acord definitiv sunt vehiculate programele de dezvăluire ale vânzătorului, care califică declarațiile și garanțiile făcute de vânzător în contractul definitiv și oferă alte informații vitale pentru a face o ofertă în cunoștință de cauză.

ANEXA 6.10 Secțiuni cheie ale unui acord definitiv

Structura tranzacției/Mecanica tranzacției	■ Structura tranzacției (de exemplu, fuziune, vânzare de acțiuni , vânzare de active) [a] ■ Preț și termeni (de exemplu, formă de contraprestație, câștiguri, ajustare la preț) ■ Tratamentul acțiunilor și opțiunilor țintă (dacă este o fuziune) ■ Identificarea activelor și pasivelor care sunt transferate (dacă o tranzacție cu active)
Reprezentări și garanții	■ Cumpărătorul și vânzătorul își fac declarații („reprezentanți”) unul față de celălalt cu privire la capacitatea lor de a se angaja în tranzacție, iar vânzătorul face reprezentanți despre afacerea țintei. Într-o tranzacție stoc pentru stoc, cumpărătorul face, de asemenea, repetari despre propria afacere. Exemplele includ: – situațiile financiare trebuie să prezinte corect situația financiară curentă – fără modificări negative semnificative (MAC) [b] – toate contractele importante au fost dezvăluite – disponibilitatea fondurilor (de obicei solicitate de la un sponsor financiar) ■ Reprezentanții și garanțiile servesc mai multor scopuri: – asistați cumpărătorul în diligență - ajutați-l să vă asigurați cumpărătorul că primește ceea ce crede că plătește – linia de referință pentru starea de închidere (vezi condiția „doborare” de mai jos) – linia de referință pentru despăgubiri
Angajamente înainte de închidere (inclusiv acorduri)	■ Asigurări că ținta va funcționa în cursul obișnuit între semnare și închidere și nu va întreprinde acțiuni de reducere a valorii sau va schimba afacerea. Exemplele includ: – restricții privind plata dividendelor speciale – restricții privind efectuarea de cheltuieli de capital peste bugetul convenit ■ Angajamentul reciproc pentru cumpărător și vânzător de a depune „cele mai bune eforturi” pentru a finaliza tranzacția, inclusiv obținerea aprobărilor de reglementare. – cumpărătorul și vânzătorul pot conveni asupra unui nivel maxim de compromis pe care cumpărătorul trebuie să îl accepte de la autoritățile de reglementare înainte de a i se permite să renunțe la tranzacție
Alte acorduri	■ „Fără magazin” și alte măsuri de protecție ■ Tratamentul angajaților după închidere ■ Chestiuni fiscale (cum ar fi alocarea impozitelor înainte și post-închidere în cadrul aceluiași an fiscal) ■ Angajamentul cumpărătorului de a obține finanțare de la terți, dacă este necesar, și al vânzătorului de a coopera în obținerea unei astfel de finanțări

(*Continued*)

ANEXA 6.10 (*continuare*)

Closing Conditions	O parte nu are obligația de a încheia tranzacția decât dacă sunt îndeplinite condițiile pentru obligațiile acelei părți. [c] Condițiile cheie includ: – acuratețea reprezentanților și garanțiilor celeilalte părți la data de închidere (cunoscută sub denumirea de condiția „decăderea”) [d] – respectarea de către cealaltă parte a tuturor acordurilor sale afirmative – primirea autorizației antitrust și a altor aprobări de reglementare – primirea aprobării acționarilor, dacă este necesar – absența ordinului
Termination Provisions	■ Circumstanțele în care una dintre părți poate rezilia contractul în loc să încheie tranzacția. Exemplele includ: – neobținerea aprobărilor de reglementare sau a acționarilor – ordin permanent (adică, o hotărâre judecătorească de blocare a tranzacției) – vânzătorul exercită rezilierea fiduciară (adică dreptul de a primi o ofertă mai bună) – afacerea nu s-a încheiat până la data exterioară specificată („data limită de eliminare”) ■ În anumite circumstanțe, una dintre părți poate datora celeilalte părți o taxă de reziliere („taxa de despărțire”). Exemplele includ: – dacă vânzătorul reziliază tranzacția pentru a accepta o ofertă mai bună, vânzătorul plătește o taxă de despărțire cumpărătorului – în cazul în care vânzătorul încetează pentru că cumpărătorul nu poate veni cu finanțare, cumpărătorul poate datora o taxă de despărțire vânzătorului
Indemnification	■ De obicei, numai în tranzacțiile private (acționarii publici nu oferă despăgubiri în tranzacțiile publice), părțile se vor despăgubi reciproc pentru încălcări ale declarațiilor și garanțiilor. Ca aspect practic, cumpărătorul este de obicei cel care solicită despăgubiri de la vânzător. [e] De exemplu: – Vânzătorul declară că nu are nicio răspundere față de mediu. Cu toate acestea, după închidere, este descoperită o problemă de mediu de 100 de milioane de dolari. Dacă cumpărătorul ar avea o despăgubire împotriva datoriilor de mediu, vânzătorul ar fi obligat să plătească cumpărătorului 100 de milioane de dolari (mai puțin orice „deductibilă”) negociată. ■ Drepturile de despăgubire sunt adesea limitate în mai multe privințe: – timpul în care se poate face o cerere – plafonul indemnizației maxime – pierderi pe care cumpărătorul trebuie să le absoarbă înainte de a face o cerere (o deductibilă)

(*Continued*)

ANEXA 6.10 (*continuare*)

[a] O achiziție a unei companii poate fi efectuată în mai multe moduri diferite, în funcție de preferințele fiscale, juridice și de altă natură. Într-o tranzacție *de fuziune de bază* , dobânditorul și ținta fuzionează într-o singură entitate supraviețuitoare. Mai des, se formează o filială a dobânditorului și acea filială fuzionează cu ținta (întâlnirea rezultată din fuziune devenind o filială deținută în totalitate a dobânditorului). Într-o tranzacție *de vânzare de acțiuni de bază* , dobânditorul (sau o filială a acestuia) achiziționează 100% din capitalul social (sau alte participații) ale țintei. Într-o tranzacție *de vânzare de active de bază* , dobânditorul (sau o filială a acesteia) cumpără toate, sau în mod substanțial, toate activele țintei și, în funcție de situație, își poate asuma toate sau o parte din pasivele țintei asociate cu activele achiziționate. Într-o vânzare de active, ținta supraviețuiește tranzacției și poate alege fie să continue operațiunile, fie să se dizolve după distribuirea veniturilor din vânzare deținătorilor de capitaluri proprii.
[b] Denumit și efect advers material (MAE). Aceasta este o prevedere foarte negociată în acordul definitiv, care poate permite cumpărătorului să evite închiderea tranzacției în cazul în care se descoperă o situație adversă substanțială după semnare sau are loc un eveniment dăunător ulterioară semnării care afectează ținta. Ca aspect practic, s-a dovedit dificil pentru cumpărători în ultimii ani să stabilească că a avut loc un MAC astfel încât cumpărătorul are dreptul să rezilieze tranzacția.
[c] Primirea finanțării nu este de obicei o condiție pentru închidere, deși aceasta poate fi supusă modificării în conformitate cu condițiile pieței.
[d] De obicei, declarațiile trebuie să fie adevărate doar la un anumit standard, cum ar fi „adevărate din toate punctele de vedere" sau, mai frecvent: „adevărate din toate punctele de vedere, cu excepția unor astfel de inexactități care, luate împreună, nu reprezintă un efect negativ semnificativ." Efectul negativ material, una dintre cele mai negociate prevederi din întregul acord, a fost interpretat de către instanțele ca însemnând, în majoritatea circumstanțelor, o problemă foarte semnificativă care este probabil să fie de durată mai degrabă decât pe termen scurt.
[e] Întrucât cumpărătorul face doar repetări și garanții foarte limitate în acordul definitiv, este rar ca plățile de despăgubire să fie plătite vreodată de un cumpărător către un vânzător.

Primiți oferte finale

La încheierea celei de-a doua runde, potențialii cumpărători își trimit pachetele finale de licitație consilierului de vânzare până la data indicată în scrisoarea privind procedurile finale de licitație. Aceste oferte sunt de așteptat să fie definitive, cu o condiționalitate minimă, sau „ieșiri", cum ar fi nevoia de diligență suplimentară sau consolidarea angajamentelor de finanțare. În practică, consilierul de vânzare lucrează cu cumpărători viabili pe parcursul celei de-a doua runde pentru a-și consolida ofertele cât mai mult posibil înainte de depunere.

NEGOCIERI

- Evaluați ofertele finale
- Negociați cu cumpărătorii preferați
- Selectați ofertantul câștigător
- Emite o opinie de corectitudine (dacă este necesar)
- Primiți aprobarea Consiliului și executați acordul definitiv

Evaluați ofertele finale

Consultantul de vânzare lucrează împreună cu vânzătorul și consilierul său juridic pentru a

efectua o analiză amănunțită a prețului, structurii și condiționalității ofertelor finale. Prețul de cumpărare este evaluat în contextul licitațiilor din prima rundă și al performanței financiare recente a țintei, precum și al activității de evaluare efectuate de consilierii din partea de vânzare. Natura considerată obligatorie a fiecărei oferte finale, sau lipsa acesteia, este, de asemenea, cântărită cu atenție în evaluarea puterii acesteia. De exemplu, o ofertă cu un preț de ofertă principal superior, dar o condiționalitate semnificativă, poate fi considerată mai slabă decât o ofertă mai fermă la un preț mai mic. Odată ce această analiză este finalizată, vânzătorul selectează o parte sau părțile preferate cu care să negocieze un acord definitiv.

Negociați cu cumpărătorii preferați

Adesea, consilierul de vânzare recomandă vânzătorului să negocieze cu două (sau mai multe) părți, mai ales dacă pachetele de oferte sunt relativ apropiate și/sau există probleme cu markupul ofertantului mai mare pentru acordul definitiv. Negocierea pricepută din partea consilierului de vânzare în această etapă poate îmbunătăți semnificativ termenii licitației finale. În timp ce tacticile variază în mare măsură, consilierul încearcă să mențină condiții de concurență echitabile, astfel încât să nu avantajeze un ofertant față de altul și să maximizeze competitivitatea etapei finale a procesului. În timpul acestor negocieri finale, consilierul lucrează intens cu ofertanții pentru a elimina orice elemente de diligență de confirmare rămase (dacă există) în timp ce stabilește termenii cheie din acordul definitiv (inclusiv prețul), cu scopul de a determina un ofertant să se diferențieze.

Selectați ofertantul câștigător

Consilierul de vânzare și consilierul juridic negociază un acord definitiv final cu ofertantul câștigător, care este apoi prezentat consiliului de administrație al țintei pentru aprobare. Nu toate licitațiile au ca rezultat o vânzare reușită. În mod normal, vânzătorul își rezervă dreptul de a respinge orice și toate ofertele ca fiind inadecvate în fiecare etapă a procesului. În mod similar, fiecare potențial cumpărător are dreptul de a se retrage din proces în orice moment înainte de încheierea unui acord definitiv obligatoriu. O licitație care nu reușește să producă o vânzare este denumită în mod obișnuit un proces „eșuat” sau „eșuat”.

Redați o opinie de corectitudine

Ca răspuns la o ofertă propusă pentru o companie publică, consiliul de administrație al țintei solicită, de obicei, să fie emisă o opinie de corectitudine ca un element de luat în considerare înainte de a face o recomandare cu privire la acceptarea ofertei și la aprobarea executării unui acord definitiv. Pentru companiile publice care vând divizii sau filiale, consiliul de administrație poate solicita o opinie de corectitudine, în funcție de dimensiunea și sfera afacerii vândute. Consiliul de administrație al unei companii private poate solicita, de asemenea, să se emită o opinie de corectitudine în anumite circumstanțe, mai ales dacă acțiunile companiei sunt deținute în general (adică, există un număr mare de acționari).

După cum conotă și numele, o opinie de corectitudine este o scrisoare care opinează cu privire la „corectitudinea” (din punct de vedere financiar) a contraprestației oferite într-o tranzacție. Scrisoarea de opinie este susținută de analize detaliate și documentație care oferă un

prezentare generală a procesului de vânzare (inclusiv numărul de părți contactate și gama de oferte primite), precum și o evaluare obiectivă a țintei. Analiza de evaluare include, de obicei, companii comparabile, tranzacții precedente, analiză DCF și analiză LBO (dacă este cazul),

precum și alte analize relevante de analiză comparativă a performanței prețului acțiunilor și industriei, inclusiv primele plătite (dacă ținta este tranzacționată public). Analiza de susținere conține, de asemenea, un rezumat al performanței financiare a țintei , inclusiv datele financiare istorice și proiectate, împreună cu factorii principali și ipotezele pe care se bazează evaluarea. Pot fi incluse, de asemenea, informații relevante din industrie și tendințele care susțin ipotezele și proiecțiile financiare ale țintei.

Înainte de transmiterea avizului de corectitudine către consiliul de administrație, echipa de consultanță din partea vânzărilor trebuie să primească aprobarea comitetului său intern de opinie de corectitudine.[211] Într-o tranzacție publică, opinia de corectitudine și analiza de sprijin sunt dezvăluite public și descrise în detaliu în dosarele relevante SEC (a se vedea capitolul 2). Odată emisă, avizul de corectitudine este o considerație pentru consiliul de administrație al țintei, deoarece își exercită raționamentul de afaceri mai amplu, încercând să își îndeplinească obligațiile fiduciare cu privire la tranzacția propusă.

Primiți aprobarea Consiliului și executați acordul definitiv

Odată ce consiliul de administrație al vânzătorului votează pentru aprobarea tranzacției, acordul definitiv este încheiat de cumpărător și vânzător. Un anunț oficial de tranzacție convenit de ambele părți este făcut cu termenii cheie ale tranzacției dezvăluiți în funcție de situație (a se vedea capitolul 2). Cele două părți procedează apoi la îndeplinirea tuturor condițiilor de încheiere a tranzacției, inclusiv a aprobărilor de reglementare și a acționarilor.

ÎNCHIDERE

- Obțineți aprobările necesare
- Finanțare și închidere

Obțineți aprobările necesare

Aprobarea de reglementare Cerința principală de aprobare de reglementare pentru majoritatea tranzacțiilor de fuziuni și achiziții din SUA se face în conformitate cu Hart-Scott-Rodino

Legea privind îmbunătățirile antitrust din 1976 („Legea HSR”). [212]În funcție de mărimea tranzacției, Legea HSR cere ambelor părți la o tranzacție de fuziuni și achiziții să depună

[211]Din punct de vedere istoric, banca de investiții care servește ca consilier de vânzare pentru țintă și-a exprimat de obicei o opinie de corectitudine. Acest rol a fost susținut de faptul că consilierul de vânzare era cel mai bine poziționat pentru a opina asupra ofertei pe baza due diligencei sale extinse și cunoașterii intime a țintei, a procesului efectuat și a analizelor financiare detaliate deja efectuate. În ultimii ani, totuși, capacitatea consilierului de vânzare de a evalua obiectiv ținta a fost supusă unui control sporit. Această linie de gândire presupune că consilierul din partea de vânzare are o tendință inerentă în direcția realizării unei tranzacții atunci când o parte semnificativă a onorariului consilierului se bazează pe încheierea tranzacției și/sau dacă firma consilierului oferă ofertantului câștigător o finanțare integrală. Ca urmare, unii vânzători angajează o bancă de investiții/boutique separată pentru a-și exprima opinia de corectitudine dintr-o perspectivă „independentă”, care nu este condiționată de închiderea tranzacției.

[212]În funcție de industrie (de exemplu, bancar, asigurări și telecomunicații), pot fi necesare alte aprobări de reglementare.

notificările și formularele de raportare respective la Comisia Federală pentru Comerț (FTC) și Divizia Antitrust a Departamentului de Justiție (DOJ). Companiile cu operațiuni semnificative în străinătate pot solicita aprobarea autorităților de reglementare străine comparabile, cum ar fi Biroul pentru Concurență (Canada) și Comisia Europeană (Uniunea Europeană).

Depunerea HSR se face de obicei direct după încheierea unui acord definitiv. În cazul în care există preocupări minime sau inexistente, părțile pot finaliza tranzacția după ce a fost respectată o perioadă de așteptare de 30 de zile (15 zile în cazul ofertelor de licitație) (cu excepția cazului în care autoritatea de reglementare este de acord să scurteze această perioadă). Tranzacțiile cu probleme antitrust complexe pot dura mult mai mult pentru a se stinge sau pot duce la neînchiderea unei tranzacții, deoarece una sau mai multe agenții contestă tranzacția sau necesită îndeplinirea unor condiții nedorite (de exemplu, cesionarea unei linii de activitate).

Aprobarea acţionarilor

Fuziune într-un singur pas Într-o tranzacție de fuziune „într-un singur pas" pentru companiile publice, acționarii țintă votează dacă să aprobe sau să respingă tranzacția propusă în cadrul unei adunări oficiale a acționarilor, în conformitate cu legislația statului relevantă. Înainte de această întâlnire, o declarație de procură este distribuită acționarilor care descrie tranzacția, părțile implicate și alte informații importante. [213]Achizitorii publici din SUA listați la o bursă majoră ar putea avea nevoie, de asemenea, să obțină aprobarea acționarilor dacă acțiunile sunt oferite ca formă de contraprestație și noile acțiuni emise reprezintă peste 20% din acțiunile comune în circulație ale dobânditorului înainte de tranzacție. Aprobarea acționarilor este determinată de obicei de un vot majoritar sau 50,1% din acțiunile cu drept de vot. Unele companii, totuși, pot avea statute corporative sau sunt încorporate în state, care necesită niveluri de aprobare mai ridicate pentru anumite evenimente, inclusiv tranzacțiile de schimbare a controlului.

Într-o fuziune într-o singură etapă, timpul de la semnarea unui acord definitiv până la închidere poate dura până la șase săptămâni, dar adesea durează mai mult (poate trei sau patru luni), în funcție de dimensiunea și complexitatea tranzacției. De obicei, principalul motor al calendarului este decizia SEC cu privire la comentariile cu privire la documentele de divulgare publică. Dacă SEC decide să comenteze dezvăluirea publică, poate dura adesea șase săptămâni sau mai mult pentru a primi comentarii, a răspunde și a obține aprobarea SEC pentru dezvăluire (uneori, câteva luni). În plus, aprobările de reglementare, cum ar fi cele antitrust, bancare sau asigurări, pot afecta momentul închiderii.[214]

După aprobarea SEC, documentele sunt trimise prin poștă acționarilor și este programată o ședință pentru aprobarea tranzacției, care de obicei adaugă o lună sau mai mult la

orarul. Anumite tranzacții, cum ar fi o achiziție de către management sau o tranzacție în care acțiunile cumpărătorului sunt emise vânzătorului (și, prin urmare, înregistrate la SEC), cresc probabilitatea unei revizuiri SEC.

Procesul de licitație în două etape Alternativ, o achiziție publică poate fi structurată ca o ofertă

[213]Pentru companiile publice, SEC solicită ca o declarație de procură să includă informații specifice, așa cum sunt prevăzute în Anexa 14A. Aceste cerințe de informații, așa cum sunt relevante în tranzacțiile de fuziuni și achiziții, includ în general o fișă rezumată a termenilor, contextul tranzacției, recomandarea - consiliului (consiliilor), opinie(e) de corectitudine, date financiare și pro forma rezumate și acordul definitiv, printre multe alte elemente necesare sau considerate pertinente pentru ca acționarii să ia o decizie în cunoștință de cauză cu privire la tranzacție.
[214]Tranzacțiile mari din industriile foarte reglementate, cum ar fi telecomunicațiile, pot dura adesea mai mult de un an pentru a se încheia din cauza revizuirii de reglementare îndelungate.

de licitație „în două etape", [215]fie pe bază negociată, fie nesolicitată, urmată de o fuziune. În Pasul I al procesului în două etape, oferta de licitație se face direct acționarilor publici ai țintei cu aprobarea țintei în baza unui acord definitiv. [216]Oferta de licitație este condiționată, printre altele, de suficiente acceptări pentru a se asigura că cumpărătorul va dobândi majoritatea (sau supermajoritatea, după caz) din acțiunile țintei în termen de 20 de zile lucrătoare de la lansarea ofertei. În cazul în care cumpărătorul reușește doar să achiziționeze majoritatea (sau supermajoritatea, după caz) a acțiunilor din oferta de licitație, atunci ar trebui să finalizeze adunarea acționarilor și mecanismele de aprobare în conformitate cu o fuziune „într-un singur pas" (cu aprobarea asigurată datorită dreptului de proprietate majoritar al cumpărătorului). Cu toate acestea, dacă pragul necesar al acțiunilor oferite este atins așa cum a fost proiectat (de obicei 90%), dobânditorul poate realiza ulterior o fuziune back-end „în formă scurtă" (Pasul II) pentru a elimina acționarii publici rămași fără a fi nevoie să obțină aprobarea acționarilor.

Într-un scenariu de eliminare, întregul proces poate fi finalizat mult mai rapid decât într-o fuziune într-un singur pas. Dacă nivelul necesar de acțiuni este oferit, fuziunea devine efectivă la scurt timp după aceea (de exemplu, în aceeași zi sau în câteva zile). În total, tranzacția poate fi finalizată în doar cinci săptămâni. Cu toate acestea, dacă cumpărătorul trebuie să acceseze piețele publice de capital pentru a finanța tranzacția, avantajul în timp al unei oferte de licitație s-ar pierde cel mai probabil, deoarece astfel de tranzacții durează de obicei aproximativ 75 până la 90 de zile pentru a aranja după semnare.

Finanțare și închidere

În paralel cu obținerea tuturor aprobărilor și acordurilor necesare, așa cum sunt definite în acordul definitiv, cumpărătorul procedează la procurarea capitalului necesar pentru finanțarea și închiderea tranzacției. Durata acestui proces de finanțare poate varia de la relativ instantanee (de exemplu, cumpărătorul are disponibilitatea necesară a numerarului disponibil sau revolver) până la câteva săptămâni sau luni pentru finanțare care necesită acces la piețele de capital (de exemplu, finanțare bancară, obligațiuni și/sau acțiuni). În acest ultim scenariu, cumpărătorul începe procesul de comercializare a finanțării în urma semnării acordului definitiv pentru a fi pregătit să finanțeze rapid odată ce sunt îndeplinite toate condițiile de închidere din contractul definitiv. Dobânditorul poate folosi, de asemenea, finanțarea punte pentru a finanța și a încheia tranzacția înainte de a ridica datorii permanente sau capital propriu. Odată ce finanțarea este primită și sunt îndeplinite condițiile de închidere din acordul definitiv, tranzacția este finanțată și închisă.

VÂNZARE NEGOCIATĂ

În timp ce licitațiile au fost predominante ca mecanism de vânzare în timpul boom-ului LBO de la mijlocul anilor 2000, o parte substanțială a activității de fuziuni și achiziții este desfășurată prin tranzacții negociate. Spre deosebire de o licitație, o vânzare negociată se concentrează pe un dialog direct cu un singur potențial cumpărător. Într-o vânzare negociată, vânzătorul înțelege că poate avea un efect de pârghie mai mic decât într-o licitație în care prezența mai multor ofertanți pe tot parcursul procesului creează tensiune competitivă. Prin urmare, vânzătorul și

[215]O ofertă publică este o ofertă de cumpărare de acțiuni în numerar. Un dobânditor poate efectua, de asemenea, o ofertă de schimb, în temeiul căreia acțiunile țintei sunt schimbate cu acțiuni ale dobânditorului.

[216]Deși documentele ofertei de licitație sunt, de asemenea, depuse la SEC și sunt supuse controlului acesteia, din punct de vedere practic, comentariile SEC cu privire la documentele ofertei de licitație rareori interferează cu sau extind perioada de timp a ofertei de licitație.

cumpărătorul ajung de obicei la un acord în avans cu privire la termenii cheie ale tranzacției, cum ar fi prețul, structura și problemele de guvernanță (de exemplu, consiliul de administrație / compoziția managementului).

Vânzările negociate sunt deosebit de convingătoare în situațiile care implică un cumpărător strategic natural, cu sinergii clare și potrivire strategică. După cum sa discutat în Capitolul 2, sinergiile permit cumpărătorului să justifice plata unui preț de achiziție mai mare decât cel implicat de evaluarea de sine stătătoare a unei ținte. De exemplu, atunci când se adaugă sinergii la fluxurile de numerar existente într-o analiză DCF, acestea cresc evaluarea implicită în consecință. În mod similar, pentru o abordare bazată pe multipli, cum ar fi tranzacțiile precedente, adăugarea sinergiilor anuale așteptate la o metrică a câștigurilor la numitor servește la scăderea multiplelor plătite implicite.

O vânzare negociată este adesea inițiată de cumpărător, fie ca punct culminant a lunilor sau ani de cercetare, discuții directe între directorii cumpărători și vânzători, fie ca o mișcare de a preempționa o licitație („oferta preventivă"). Lucrările de bază pentru o vânzare negociată încep de obicei cu mult înainte de procesul propriu-zis. Cumpărătorul angajează adesea vânzătorul (sau invers, după caz) pe o bază informală, cu ochiul spre evaluarea situației. Aceste apeluri telefonice sau întâlniri implică, în general, un membru al conducerii potențialului cumpărător care comunică direct cu un membru al conducerii țintei. În funcție de rezultatul acestor discuții inițiale, cele două părți pot alege să execute o AC pentru a facilita schimbul de informații suplimentare necesare pentru evaluarea în continuare a potențialei tranzacții.

În multe vânzări negociate, bancherul joacă un rol critic ca generator de idei și/sau intermediar înainte de începerea unui proces formal. De exemplu, un bancher proactiv ar putea propune unui client idei despre ținte potențiale, cu gânduri și analize însoțitoare privind beneficiile strategice, evaluarea, structura finanțării, efectele financiare pro forma și tacticile de abordare. În mod ideal, bancherul are contacte în consiliul de administrație al țintei sau cu conducerea superioară a țintei și poate aranja o întâlnire introductivă între principalii cumpărători și vânzători. Bancherul joacă, de asemenea, un rol important în consilierea cu privire la punctele tactice din etapa inițială, cum ar fi sincronizarea și scenariul pentru conversațiile introductive.

Multe dintre punctele cheie ale procesului de vânzare negociate oglindesc pe cele ale unei licitații, dar pe un orar comprimat. Echipa de consiliere din partea vânzării trebuie să efectueze o diligență amplă asupra țintei, să poziționeze povestea țintei, să înțeleagă și să ofere o perspectivă asupra modelului de proiecție al managementului, să anticipeze și să abordeze preocupările cumpărătorilor și să pregătească materiale de marketing selectate (de exemplu, o prezentare completă a managementului). Echipa de consiliere din partea de vânzare trebuie, de asemenea, să înființeze și să monitorizeze o cameră de date și să coordoneze accesul la management, vizitele la fața locului și monitorizarea due diligence. În plus, pe tot parcursul procesului, consilierul de vânzare este responsabil de interfața regulată cu potențialul cumpărător, inclusiv de negocierea termenilor cheie ale tranzacției. Ca mijloc de a menține presiunea asupra cumpărătorului și de a descuraja o re-tranzacționare (precum și o situație neprevăzută
planificare), consilierul de vânzare poate păstra amenințarea lansării unei licitații în cazul în care cele două părți nu pot ajunge la un acord.

În unele cazuri, o vânzare negociată se poate deplasa mai repede decât o licitație, deoarece o mare parte din pregătirea inițială, contactul cu cumpărătorul și marketing sunt ocolite. Acest lucru este valabil mai ales dacă un cumpărător strategic se află în aceeași afacere cu țintă, necesitând mai puțină educație sectorială și specifică companiei și, prin urmare, accelerând la etapa ulterioară due diligence. Un proces de vânzare negociat este de obicei mai flexibil decât un proces de licitație și poate fi personalizat deoarece este implicat doar un singur cumpărător. Cu toate acestea, în funcție de natura cumpărătorului și vânzătorului, precum și de dimensiunea,

profilul și tipul tranzacției, o vânzare negociată poate fi la fel de intensă ca o licitație. În plus, procesul inițial în timpul căruia ambele părți sunt conveniți asupra termenilor cheie ale tranzacției poate fi lung și contestat, necesitând mai multe iterații pe o perioadă lungă de timp.

Într-o vânzare negociată, în mod ideal, vânzătorul realizează valoarea justă și potențial completă pentru țintă, evitând în același timp riscurile și dezavantajele potențiale ale unei licitații. După cum se indică în Anexa 6.11, acestea pot include întreruperi de afaceri, încălcări ale confidențialității și probleme potențiale cu clienții, furnizorii și angajații cheie, precum și potențialul stigmat al unui proces eșuat. Cumpărătorul, la rândul său, evită timpul și riscul unui proces care prezintă ținta numeroaselor părți, inclusiv potențial concurenților.

ANEXA 6.11 Avantajele și dezavantajele unei vânzări negociate

	Vanzare negociata
Avantaje	■ Cel mai înalt grad de confidențialitate ■ În general, mai puțin perturbator pentru afaceri decât o licitație; cronologie/termene limită flexibile ■ De obicei, cel mai rapid timp pentru semnare ■ Minimizează percepția de „pată” dacă negocierile eșuează ■ Poate fi singura bază pe care un anumit cumpărător va participa la un proces de vânzare
Dezavantaje	■ Limitează pârghia de negociere a vânzătorului și tensiunea competitivă ■ Potențial de a lăsa „bani pe masă” dacă alți cumpărători ar fi fost dispuși să plătească mai mult ■ Totuși, necesită timp semnificativ de gestionare pentru a satisface nevoile de due diligence ale cumpărătorului ■ În funcție de cumpărător, poate fi necesară partajarea informațiilor sensibile cu concurentul fără certitudinea încheierii tranzacției ■ Oferă mai puține date de piață pe care consiliul de administrație al țintei se poate baza pentru a se asigura că valoarea a fost maximizată

Bibliografie și lectură recomandată

Almeida, Heitor și Thomas Philippon. „Costul ajustat la risc al dificultăților financiare”. *Journal of Finance* 62 (2007): 2557–2586.

Alti, Aydogan. „Cât de persistent este impactul market timing-ului asupra structurii capitalului ?” *Journal of Finance* 61 (2006): 1681–1710.

Altman, Edward I., ed. *Piața datoriilor cu randament ridicat: performanța investițiilor și impactul economic* . New York: Beard Books, 1998.

Andrade, Gregor și Steven Kaplan. „Cât de costisitoare sunt dificultăți financiare (nu economice) ? Dovezi din tranzacții cu efect de levier ridicat care au devenit dificultăți.” *Journal of Finance* 53 (1998): 1443–1493.

Baginski, Stephen P. și John M. Hassell. *Deciziile de management și rapoartele contabile financiare* . a 2-a ed. Mason, OH: South-Western College Publishing, 2004.

Bahnson, Paul R., Brian P. McAllister și Paul BW Miller. „ Interes fără control: mult mai mult decât o schimbare de nume.” *Jurnalul de Contabilitate* (2008).

Baker, Malcolm și Jeffrey Wurgler. „Momentul pieței și structura capitalului”. *Journal of Finance* 57 (2002): 1–32.

Barnhill Jr., Theodore, Mark Shenkman și William Maxwell. *Obligațiuni cu randament ridicat: Structura pieței, Evaluare și Strategii de portofoliu* . New York: McGraw-Hill, 1999.

Barr, Alistair. „Achizițiile mari cu efect de levier nu vor reveni pentru un an sau mai mult: Lee Equity.” *MarketWatch,* 8 aprilie 2008.

Bierman Jr., Harold. *Private Equity: Transformarea acțiunilor publice în private equity pentru a crea valoare* . Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2003.

Boot, Arnoud WA, Radhakrishnan Goplan și Anjan V. Thakor. „Lichiditatea pieței , participarea investitorilor și autonomia managerială: de ce firmele devin private?” *Journal of Finance* 63 (2008): 2013–2059.

Bruner, Robert F. *Fuziuni și achiziții aplicate* . Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2004.

Calamos, John P. *Valori mobiliare convertibile: cele mai recente instrumente, strategii de portofoliu și analiză de evaluare* . Ed. rev. New York: McGraw-Hill, 1998.

Carey, Dennis, Robert J. Aiello, Michael D. Watkins, Robert G. Eccles și Al fred Rappaport. *Harvard Business Review despre fuziuni și achiziții* . Boston: Harvard Business School Press, 2001.

Carney, William J. *Corporate Finance: Principles and Practice* . New York: Foundation Press, 2004.

Carney, William J. *Fuziuni și achiziții: caz și materiale* . New York: Foundation Press, 2000.

Chava, Sudheer și Michael R. Roberts. „Cum impactează finanțarea investițiile? Rolul contractelor de îndatorare.” *Journal of Finance* 63 (2008): 2085–2121.

Chisholm, Andrew. *O introducere în piețele de capital: produse, strategii, participanți* . West Sussex, Marea Britanie: John Wiley & Sons, 2002.

Clements, Philip J. și Philip W. Wisler. *Ghidul Standard & Poor's pentru opiniile echitabile* . New York: McGraw-Hill, 2005.

Copeland, Tom, Tim Koller, Marc Goedhart şi David Wessels. *Evaluare: Măsurarea și gestionarea valorii companiilor* . a 4-a ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005.

Damodaran, Aswath. *Damodaran despre evaluare: analiză de securitate pentru investiții și finanțare corporativă* . a 2-a ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2006.

Damodaran, Aswath. *Evaluarea investițiilor: instrumente și tehnici pentru determinarea valorii oricărui activ* . a 2-a ed. New York: John Wiley & Sons, 2002.

Datta, Sudip, Mai Iskandar-Datta și Kartik Raman. „Proprietatea de acțiuni manageriale și structura de scadență a datoriilor corporative." *Journal of Finance* 60 (2005): 2333–2350.

Downes, John și Jordan Elliot Goodman. *Dicţionar de termeni de finanţare şi investiţii* . a 7-a ed. Hauppauge, NY: Seria educațională a lui Barron, 2006.

Ergungor, O. Emre. „Dividende". Federal Reserve Bank of Cleveland, Comentariu economic. 2004.

Evans, Frank C. și David M. Bishop. *Evaluare pentru fuziuni și achiziții: crearea de valoare în companii private* . New York: John Wiley & Sons, 2001.

Fabozzi, Frank J. *The Handbook of Fixed Income Securities* . a 6-a ed. New York: McGraw-Hill, 2000.

Fama, Eugene F. și Kenneth R. French. „Prima valoare și CAPM." *Journal of Finance* 61 (2006): 2163–2185.

Fang, Lily Hua. „Reputația băncii de investiții și prețul și calitatea serviciilor de subscripție." *Journal of Finance* 60 (2005): 2729–2761.

Feldman, Stanley J. *Principiile evaluării firmelor private* . Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005.

Ferguson, Joy. „Ofertele LBO de la sponsor la sponsor ridică sprâncene." *High Yield Report* , 9 august 2004.

Frankel, Michael ES *Bazele fuziunilor și achizițiilor: pașii cheie ai achizițiilor , cesionărilor și investițiilor* . Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005.

Gaughan, Patrick A. *Fuziuni, achiziții și restructurari corporative* . a 4-a ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2007.

Gaughan, Patrick A. *Fuziuni: ce poate merge greșit și cum se poate preveni* . Hobo Ken, NJ: John Wiley & Sons, 2005.

Gilson, Stuart. „Costurile tranzacțiilor și alegerea structurii capitalului: dovezi de la firmele în dificultate financiară." *Journal of Finance* 52 (1997): 161–196.

Goetzmann, William N. și Roger G. Ibbotson. *Prima de risc pentru acțiuni: eseuri și explorări* . New York: Oxford University Press, 2006.

Graham, John R. „Cât de mari sunt beneficiile fiscale ale datoriilor?" *Journal of Finance* 55 (2000): 1901–1941.

Greenwald, Bruce CN, Judd Kahn, Paul D. Sonkin și Michael van Biema. *Investiții în valoare: de la Graham la Buffett și nu numai* . Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2004.

Grinblatt, Mark și Sheridan Titman. *Piețele financiare și strategia corporativă* . New York: McGraw-Hill, 2008.

Gu, Zhaoyang și Ting Chen. „Tratamentul de către analiști a elementelor nerecurente în câștigurile stradale." Universitatea Carnegie Mellon (2004): 1–52.

Haas, Jeffrey J. *Corporate Finance pe scurt* . St. Paul, MN: Thomson West, 2003.

Hennessy, Christopher A. și Toni M. Whited. „Dinamica datoriilor". *Journal of Finance 60* (2005): 1129–1165.

Hooke, Jeffrey C. *M&A: A Practical Guide to Doing the Deal* . New York: John Wiley & Sons, 1996.

Ibbotson, Roger G. și Rex Sinquefield. *Anuarul de evaluare Ibbotson SBBI 2008* . Chicago: Morningstar, 2007.

Kaback, Hoffer. „În spatele artei M&A cu Bruce Wasserstein.” *Directori și consilii* , primăvara 1999.

Kaplan, Steven N. și Antoinette Schoar. „Performanța capitalului privat: rentabilitate, persistență și fluxuri de capital.” *Journal of Finance* 60 (2005): 1791–1823.

Kieso, Donald E., Jerry J. Weygandt și Terry D. Warfield. *Contabilitate intermediară* . a 12-a ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2007.

Kisgen, Darren J. „Evaluările creditului și structura capitalului”. *Journal of Finance* 61 (2006): 1035–1072.

Koons, Cynthia. „Piață puternică de împrumut care permite îndatorare mai riscantă.” *MarketWatch*, 14 februarie 2007.

Lajoux, Alexandra Reed. *Arta integrării M&A: Un ghid pentru fuzionarea resurselor , proceselor și responsabilităților* . a 2-a ed. New York: McGraw-Hill, 2005.

Lajoux, Alexandra Reed și Charles M. Elson. *Arta M&A: Finanțare și Refinanțare* . New York: McGraw-Hill, 1999.

Lajoux, Alexandra Reed și H. Peter Nesvold. *Arta structurii M&A: Tehnici pentru atenuarea riscurilor financiare, fiscale și juridice* . New York: McGraw-Hill, 2004.

Lajoux, Alexandra Reed și J. Fred Weston. *Arta M&A Due Diligence* . New York: McGraw-Hill, 2000.

Latham și Watkins. *Cartea jargonului* . New York: iunie 2008.

Leary, Mark T. și Michael R. Roberts. „Își reechilibrează firmele structura de capital ?” *Journal of Finance* 60 (2005): 2575–2619.

Leland, Hayne E. „Valoarea datoriilor corporative, obligațiunile și structura optimă a capitalului”. *Journal of Finance* 49 (1994): 1213–1252.

Leland, Hayne E. „Sinergii financiare și sfera optimă a firmei: Implicații pentru fuziuni, divizări și finanțare structurată”. *Journal of Finance* 62 (2007): 765–808.

Lerner, Josh, Felda Hardymon și Ann Leamon. *Capital de risc și capital privat : un registru de cazuri* . Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2007.

Liaw, K. Thomas. *Afacerea Investment Banking: O privire de ansamblu cuprinzătoare* . Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005.

Liaw, K. Thomas. *Piețele de capital* . Mason, OH: Thomson South-Western, 2003.

Luo, Yuanzhi. „Învață cei din interior de la cei din afară? Dovezi din fuziuni și achiziții.” *Journal of Finance* 60 (2005): 1951–1982.

Marren, Joseph H. *Fuziuni și achiziții: un manual de evaluare* . New York: McGraw-Hill, 1992.

Metrick, Andrew și Ayako Yasuda. „Economia fondurilor de capital privat”, (document de lucru, Universitatea Yale). 22 februarie 2007.

Miller, Hazel (Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP). „2005: Un alt an puternic pentru finanțarea LBO-urilor.” *Financier Worldwide* , februarie 2006.

Mitchell, Mark, Todd Pulvino și Erik Stafford. „Presiunea prețurilor în jurul fuziunilor.” *Journal of Finance* 60 (2004): 31–63.

McCafferty, Joseph. „The Buyout Binge”. *Revista CFO* , 1 aprilie 2007.

Oesterle, Dale A. *Fuziuni și achiziții pe scurt* . St. Paul, MN: Thomson West, 2006.

Pereiro, Luis E. *Evaluarea companiilor din piețele emergente* . New York: John Wiley & Sons, 2002.

Pratt, Shannon P. *Reduceri și prime de evaluare a afacerilor* . New York: John Wiley & Sons, 2001.

Pratt, Shannon P. și Roger J. Grabowski. *Costul capitalului: estimare și aplicații* . a 3-a ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2008.

Rajan, Arvind, Glen McDermott și Ratul Roy. *Manualul de credit structurat* . Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2007.

Reed, Stanley Foster, Alexandra Lajoux și H. Peter Nesvold. *Arta fuziunilor și achizițiilor: un ghid pentru achiziționarea unei fuziuni* . a 4-a ed. New York: McGraw-Hill, 2007.

Rickertsen, Rick și Robert E. Gunther. *Cumpărare: Ghidul insider pentru a cumpăra propria companie* . New York: AMACOM, 2001.

Rhodes-Kropf, Matthew și S. Viswanathan. „Evaluarea pieței și valuri de fuziuni." *Journal of Finance* 59 (2004): 2685–2718.

Rosenbloom, Arthur H., ed. *Due Diligence pentru încheierea de tranzacții globale: Ghidul definitiv pentru fuziuni și achiziții transfrontaliere (M&A), joint-ventures, finanțări și alianțe strategice* . Princeton: Bloomberg Press, 2002.

Rubino, Robert și Timothy Shoyer. „De ce împrumutații și investitorii din ziua de azi înclină spre al doilea garanție." *Raport împrumut bancar*, 8 martie 2004.

Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield și Jeffrey Jaffe. *Finanțe corporative* . a 6-a ed. New York: McGraw-Hill, 2002.

Salter, Malcolm S. și Joshua N. Rosenbaum. *OAO Yukos Oil Company* . Boston: Harvard Business School Publishing, 2001.

Schneider, Arnold. *Contabilitate managerială: aplicații de producție și servicii* . a 5-a ed. Mason, OH: Cengage Learning, 2009.

Schwert, G. William. „Ostilitatea în preluări: în ochii privitorului?" *Journal of Finance* 55 (2000): 2599–2640.

Scott, David L. *Wall Street Words: Ghid de la A la Z pentru termenii de investiții pentru investitorul de astăzi* . a 3-a ed. Boston: Houghton Mifflin, 2003.

Siegel, Jeremy J. *Stocurile pe termen lung* . a 4-a ed. New York: McGraw-Hill, 2007.

Sherman, Andrew J. și Milledge A. Hart. *Fuziuni și achiziții de la A la* Z. a 2-a ed. New York: AMACOM, 2006.

Slee, Robert T. „Proprietarii de afaceri aleg o valoare de transfer". *Jurnalul de Planificare Financiară* 17, nr. 6 (2004): 86–91.

Slee, Robert T. *Private Capital Markets: Evaluare, Capitalization, and Transfer of Private Business Interests* . Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2004.

Comentariu și date Standard and Poor's/Leveraged. *Un ghid al pieței de împrumuturi.* octombrie 2007.

Comentariu și date Standard and Poor's/Leveraged. *Prima piață a obligațiunilor cu randament ridicat* . 2007.

Strebulaev, Ilya A. „Testele teoriei structurii capitalului înseamnă ceea ce spun?" *Journal of Finance* 62 (2007): 1747–1787.

Thompson, Samuel C. Jr. *Planificarea afacerilor pentru fuziuni și achiziții: societăți , valori mobiliare, impozite, antitrust, internaționale și aspecte conexe* . a 3-a ed. Durham, NC: Carolina Academic Press, 2007.

Wasserstein, Bruce. *Big Deal: fuziuni și achiziții în era digitală* . New York: Warner Books, 2001.

White, Gerald I., Ashwinpaul C. Sondhi și Dov Fried. *Analiza și utilizarea situațiilor financiare* . a 3-a ed. New York: John Wiley & Sons, 2002.

Yago, Glenn și Susanne Trimbath. *Dincolo de obligațiuni nedorite: extinderea piețelor cu randament ridicat* . New York: Oxford University Press, 2003.

Yasuda, Ayako. „Afectează relațiile bancare alegerea firmelor de asigurare pe piața subscrierii de obligațiuni corporative?" *Journal of Finance* 60 (2005): 1259–1292.

Index

O
capacitatea de plată, 71, 178, 253, 258, 268
facilitate ABL. *Vedeți* facilitatea de creditare bazată pe active
amortizare accelerată, 119
contabili, 164, 265, 271
contabilitate, 11, 31, 45, 164, 195, 213–214, 271
conturi de plătit, 118, 121, 123–124
conturi de încasat, 121–123, 180, 182, 188
analiza de acumulare/(diluare), 251, 258, 267–269
acumulativ, 267–268
datorii acumulate, 121, 124, 145
valuta de achiziție, 76
creștere determinată de achiziții, 19
finanţarea achiziţiilor, 76–78, 80
contul de venit ajustat, 43, 60–61, 64, 103–104
ajustări
  bilanţ, 203, 209–214, 226
  cheltuieli de capital, 205
  modificări ale structurii capitalului, 33
  proiectii de management, 116, 199
  convenția de la jumătatea anului, 151
  elemente nerecurente, 13, 23, 41–43, 60–62, 80, 102–104, 115, 205
  pretul de achizitie si finantarea structura, 198, 237
  evenimente recente, 23, 43–44, 80, 115
  sinergii, 80, 91–92
  reducere de sfârșit de an, 152
agent administrativ, 213
comision de agent administrativ, 213, 222
consilier, 75, 78–79, 164, 195, 198, 236, 251–252, 255–259, 261–265, 267–268, 270, 272–272, 272–28, 272
afiliat, 79, 193
legăminte afirmative, 192, 275
Alacra, 130
tranzacție totală în numerar, 77, 85, 100
amortizare
  legate de achiziții, 34, 45 active necorporale, din, 119–120 comisioane de finanțare amânate, din, 203–204, 213, 222
  împrumut pe termen, 183, 218, 220, 226
  grafic, pentru împrumuturi la termen, 183, 184, 218. *Vezi și* depreciation & amortization (D&A)
amortizare împrumuturi pe termen, 183. *Vezi și* împrumutul pe termen A
anunţ
  câștiguri, 21, 23–24, 40–42, 55
  tranzacție, 44, 73, 79–80, 83, 86–87, 89–91, 96–98, 100, 105, 278
raport anual. *Vezi* Formularul 10-K
antitrust, 258–259, 275, 279 aranjator, 162, 165–166, 186, 213 baza de active, 37, 121, 161–162, 168, 171
facilitate de creditare bazată pe active (ABL), 180, 182–183
vânzarea activelor
  câștiguri pe, 41, 61, 103
  limitări la, 194
  pierderi pe, 41
  rambursarea anticipată a împrumutului pe termen, 218
  tranzacție, 212, 274, 276
avocați, 271
licitație, 76–77, 93, 95, 164, 251–280. *Consultați, de asemenea,* licitație largă și licitație direcționată

B

fuziune scurtă, 280 bilanț, 22–23, 25, 32, 44, 58–59, 80, 254
în analiza LBO, 198, 201–204, 210–214, 224, 226–227, 241 carte bancară, 166–167
datorie bancară, 161, 165–167, 168, 178–188, 190–194, 221–222, 228, 230
creditori bancar, 165–166, 183, 189
întâlnire bancară, 166
faliment, 33, 161, 171, 182–184, 188–189
Barra, 130
bariere la intrare, 169, 171
Cazul de bază, 3, 116, 140–141, 145, 157, 199, 230, 232
Rata de bază, 181, 190
acțiuni de bază în circulație, 22–23, 25, 27–30, 54, 57–58, 101, 137
coş, 193–194
analiză de benchmarking
analiza companiilor comparabile, 11, 13, 19–20, 23, 27, 40, 48–49, 55, 62, 65–69
analiza tranzacțiilor precedente, 73, 81, 92–93, 105–106
rata de referință. *Consultați* LIBOR și Rata de bază
beta (β), 127–131, 147–148
relevering, 130, 148
dezactivare, 130, 147
ofertanţilor. *Consultați* strategia de licitare a potențialilor cumpărători, 196
Bloomberg, 24–25, 81, 128–129, 147, 216
aprobarea consiliului de administrație, 256, 272, 276, 278 consiliu de administrație, 79, 82, 97, 168, 257, 262, 277–278, 281–282
investitori în obligațiuni, 166–167
valoarea contabilă
active, 119–120
capitaluri proprii, 209, 212
contabili, 165
împrumutat, 19, 161, 178, 180–184, 186–194, 218, 221
baza de împrumut, 180, 182–183
costuri de spargere, 33, 209
sinergiile de rentabilitate înainte de impozitare, 268
taxa de despartire, 275
împrumuturi punte, 165, 186, 213
prevedere de reducere, 274–276 licitație largă, 251–252, 254, 257–258
avantaje și dezavantaje, 254 întrerupere a afacerii, 33, 251, 254, 257, 282
profilul afacerii, 16–18, 20, 92
consiliere de cumpărare, 116, 162, 164, 196, 236, 263

C

CA. *Vezi* acordul de confidențialitate
CAGR. *Vezi* rata de creștere anuală compusă
calendarizarea datelor financiare, 13, 27, 40–41, 51
an calendaristic, 21, 40–41, 45, 135
data apelului, 127, 191
apel premium, 191
preț apel, 127, 191
protectie apel, 188, 191, 222
program de apeluri, 127, 191
obligațiune apelabilă, 127
capex. *Vezi* cheltuieli de capital
Modelul de stabilire a prețului activelor de capital (CAPM), 127–131, 147–148
cheltuieli de capital (capex), 22, 25, 45, 62, 104, 109, 111, 139, 179, 181, 201, 204–206. *A se vedea, de asemenea,* capital de creștere și capital de întreținere
în rate de acoperire, 38, 63, 230
în fluxul de numerar liber, 115, 117–121, 140, 142–143
în ratele de levier, 38
limitări asupra, 192–193, 274
cerințe scăzute, pentru LBO, 168, 170
proiecția, 120–121, 143
IQ capital, 20, 42, 75
piețe de capital, 39, 162 condiții, 18, 76, 94–95, 162, 165, 179, 253, 259
tranzacții, 23–24, 55, 280 structura capitalului, 11, 32–35, 45, 111, 115, 139, 146, 162
efectele schimbărilor în, 33
Finanțare LBO, 162, 164, 169, 171, 175–

178, 183, 185, 187, 199, 215, 222, 230, 236, 263. *Vezi și* structura de finanțare
structura optimă a capitalului, 126
structura țintă a capitalului, pentru WACC, 124–127, 130, 146–149
capitalizare, 125, 147, 230, 237 coeficient de capitalizare, 37–38, 62–63, 125, 146, 230
CAPM. *A se vedea* limitele modelului de stabilire a prețurilor activelor de capital, 165, 186
tranzacții cu numerar și acțiuni, 85, 88
numerar disponibil pentru rambursarea datoriilor, 111, 161, 170, 174–175, 215–216, 221–222
generare de fluxuri de numerar, 46, 52, 126, 162, 166, 168–171, 173, 175, 195, 221
situația fluxurilor de trezorerie 23, 25, 34, 42, 62, 104, 119, 121
în analiza LBO, 198, 203–207, 213, 215–216, 222, 224, 226, 228–229, 242
analiza fluxului de numerar, 198, 218, 228
cheltuială în numerar cu dobânda, 222
numerar la îndemână, 123–124
sursa de finanțare, 209, 211, 280
returnarea numerarului, 172–176, 233
CDO. *A se vedea* fondurile de obligații de datorie garantate
certitudinea închiderii/finalizării, 77, 165, 251, 282
schimbarea controlului, 83, 194, 279
CIM. *Consultați* memoriul de informații confidențiale
cele mai apropiate comparabile, 12–13, 48–49, 54, 65, 69, 147
închidere, de tranzacție, 87, 100, 165, 167, 186, 209, 216, 255–257, 264, 274, 276, 278–280
condiții de închidere, 273, 275–276, 278, 280
contract de club, 187
cluburi, 262
COGS. *Vezi* costul mărfurilor vândute
guler, 87
garanție, 171, 178, 182, 184, 187–190, 192–193
acoperire colaterală, 166, 188 fonduri cu obligații de datorie garantată (CDO), 5, 166, 179, 184
comision de angajament, 181, 186, 218, 222 scrisoare de angajament, 162, 165, 186, 201 marfă, 18, 177, 182
acțiuni comune, 27, 30, 178, 187–188
analize de companii comparabile, 11–69, 71–73, 75, 81–83, 89, 93, 108–109, 112, 116, 123, 125, 135, 138–140, 147–148, 151, 157, 157, 8, 2, 8, 2, 3, *8* Cuprins, paginile vii–viii
argumente pro și contra cheie, 52
Biroul de concurență, 279 de concurenți, 12, 16, 20, 53, 110, 114, 140, 252, 254, 260, 266, 262 rata de creștere anuală compusă
(CAGR), 36, 64–65, 140 informații confidențiale
memoriu (CIM), 53, 110, 114, 166, 198–199, 201, 204, 256, 259–261, 263–264, 267 eșantion, 261
acord de confidențialitate (CA), 89, 256–257, 261–263, 281
prevederi, 261–262
estimări de consens, 21, 23–24, 36, 44, 49, 54–55, 64–65, 116–118, 120, 140, 142. *Vezi și* First Call și IBES
consultanți, 164, 169–170, 263, 270–271
jurnal de contact, 262
subordonarea contractuală, 189
prima de control, 71, 77
preț de conversie, 30–32
titluri convertibile, 27–32, 43, 57–58
finanțe corporative, 162
site web corporativ, 15–16, 22, 24, 55, 81, 98
costul capitalului, 111, 129, 177–178, 180, 184, 186, 190, 216, 236, 253, 259. *A se vedea, de asemenea,* costul mediu ponderat al capitalului (WACC)
costul datoriei, 31, 125–127, 146, 149, 175
costul capitalului propriu, 125–131, 147–

149. *A se vedea, de asemenea,* modelul de preț al activelor de capital (CAPM)
costul mărfurilor vândute (COGS), 34–35, 119, 122–124
elemente nerecurente în, 61 proiecție de, 117–118, 142
structura costurilor, 17–18, 169
cupon, 30, 127–128, 183–188, 190–191, 215–216, 218, 221–222
împrumuturi covenant-lite, 192
legăminte, 166–167, 177, 181–182, 184, 188, 190, 192–194, 201
în acorduri definitive, 273–275 apariție, 185, 192, 194 întreținere, 178, 183, 185, 192–194
rapoarte de acoperire. *Vezi* contractul de credit pentru acoperirea dobânzii, 181, 183, 185, 192–194, 218
comitetul de credit, 165, 195, 201, 266
criză credit, 76–77, 94, 109, 161, 165, 216
piețele de credit, 77, 161
profil de credit, 16, 19, 27, 37–38, 126, 166, 178, 183, 192–193
ratinguri de credit, 24–25, 27, 39, 55, 126, 127, 181
scale de evaluare, 39
statistici de credit, 62–63, 126, 166, 195, 230, 232, 237
potrivire culturală, 251, 258
active circulante, 121–124, 145, 182, 203
pasive curente, 121–124, 145, 203
raportul curent. *Vezi* Formularul 8-K
ciot curent, 40, 61
randament curent, 127, 146
clienți, 16–18, 22, 53, 110, 114, 140, 170, 254, 260–261, 266, 282
sectoare ciclice, 16, 115, 117, 132, 177, 182
ciclicitate, 93, 95, 111, 118, 126, 131, 205

D

D&A. *Vedeți* amortizarea și amortizare
camera de date, 53, 198, 252, 256, 262, 264–266, 270–272, 281
indice general, 266
zile inventar păstrat (DIH), 123, 140, 145
zile plătibile restante (DPO), 123–124, 140, 145
zile de vânzări restante (DSO), 122–124, 140, 145
DCF. *Vedeți* fluxul de numerar redus analiză
D/E. *A se vedea* datoria la capital propriu
dinamica tranzacțiilor, 72, 76–77, 80, 93, 95, 106
termenii ofertei, 20, 80, 83, 278, 281–282
piețe de capital de datorie, 5, 127, 162, 195
rambursarea datoriilor, 169, 173–175, 195, 203, 215, 232, 253
graficul datoriilor, 199, 203, 205, 215–224, 226, 243
titluri de creanță, 15, 72, 77, 79, 81, 114, 184
datoria-EBITDA, 37–38, 63, 193–194, 230
debit-to-equity (D/E), 130, 146–149
capitalizarea datoriei la total, 37–38, 62–63, 125, 146, 230
DEF14A. *Vezi* declarația de proxy
implicită, 39, 127, 181, 188, 192
comisioane de finanțare amânate, 203, 213–214, 222
acord definitiv, 78, 80, 83, 87, 96, 106, 186, 255–256, 258, 267, 270–273, 276–280
secțiunile cheie, 274–276
DEFM14A. *Vedeți* proxy de fuziune
Delaware, 257
Departamentul de Justiție (DOJ), 279
amortizare, 119–120, 204, 206 amortizare și amortizare (D&A), 34, 45, 62, 118–120, 142–143, 203, 269
proiecția, 119–120, 143
descrierea notelor, 167
DIH, *Vezi* zilele inventarului păstrat dilutiv, 28–31, 267–268 factor de reducere, 112, 134–135 cu convenția de la jumătatea anului, 135, 153
cu actualizare la sfârșitul anului, rata de actualizare 135, 109, 111–112, 124, 134–135, 137, 171. *A se vedea și* costul mediu

ponderat al capitalului (WACC)
Analiza fluxului de numerar actualizat (DCF), 20, 51–52, 109–157, 161, 203, 236, 258, 278, 281. *Vezi și* Cuprins, pagina viii–ix
argumente pro și contra cheie, 139
companii aflate în dificultate, 164
fonduri de datorii aflate în dificultate, 166
canale de distribuție, 16–18, 53, 71
recapitalizarea dividendelor, 176–177
randamentul dividendelor, 19, 27, 37, 62
DOJ. *A se vedea* Cazul negativ al
Departamentului de Justiție, 116, 201, 218
DPO. *A se vedea* zilele plătibile restante
scadente data limită, 275
DSO. *A se vedea* zilele de vânzări restante
due diligence, 110, 164, 166, 169–170,
198–199, 201, 252, 256–258, 264–267,
270–272, 274, 276, 278–282, 278–282

E

câștig înainte de dobândă după impozitare (EBIAT), 19, 36, 119–122, 143, 145
profit înainte de dobânzi și impozite
(EBIT), 18–19, 25, 34–35 proiecție de, 118,
142–143
profit înainte de dobânzi, impozite,
depreciere și amortizare (EBITDA), 18–19,
25, 34, 35 proiecție de, 118, 142
transcrierea apelului de câștig, 15, 55, 110, 114
profit pe acțiune (EPS), 19, 21, 23, 25, 30, 34, 36, 42, 44–45, 55, 62, 64–65, 89–90, 93, 105, 267–268
EBIAT. *Vedeți* câștigurile înainte de dobândă după impozite
EBIT. *Vedeți* câștigurile înainte de dobânzi și impozite
EBITDA. *Vedeți* câștigurile înainte de dobândă, impozite, depreciere și amortizare
EDGAR. *Consultați* Sistemul electronic de colectare, analiză și recuperare a datelor
cota efectivă de impozitare, 119
Sistemul electronic de colectare, analiză și recuperare a datelor (EDGAR), 22
EMM. *Vedeți* ieșirea din piețele finale cu
metode multiple, 16–17, 22, 53, 71, 114,
169
reduceri de sfârșit de an. *Vedeți* reducerile de sfârșit de an
dotări, 163
scrisoare de logodnă, 165
valoarea întreprinderii, 11, 13, 18, 20, 27, 44–45, 64, 69, 81, 89–90, 95–97, 109, 111, 135–137, 153–154, 157, 162, 187, 162, 187,
la ieșire, în LBO, 173–175, 232 calcul
de, 32–33, 57–59, 85, 88–89, 101–102
implicit, 50–51, 69, 106, 108, 207, 209
multipli valorii întreprinderii, 33, 44–47, 64, 90
valoarea întreprinderii la EBIT (EV/EBIT), 44–46, 64, 90, 104
valoarea întreprinderii la EBITDA (EV/EBITDA), 11, 13, 44–46, 49–50, 64, 69, 73, 90, 93, 104, 106, 151
valoarea întreprinderii-vânzări (EV/vânzări), 44, 46, 64, 90, 104
EPS. *Vezi* aportul de capital pe acțiune,
161, 171–176, 178, 185, 187–188, 195,
209–212, 214, 226, 230, 232–233, 235–
236, 267
investitori în acțiuni, 19, 37, 126–128 preț
de cumpărare a acțiunilor, 82, 207, 209,
212
analiști de cercetare de capital, 20, 36, 44, 65
rapoarte de cercetare a capitalului propriu, 18, 20–21, 23, 25, 53–55, 89, 91, 98, 110, 114, 116–117
prima de risc pentru acțiuni, 129. *Vezi și* prima de risc de piață
îndulcitor de capital, 27
valoarea capitalului propriu, 13, 18, 20, 24, 27, 33, 44, 47, 64, 89, 157, 167, 173–174, 176, 187
la ieșire, în LBO, 170, 173–176, 232–233
calculul, 27–32, 57–58, 81–88, 97, 101
implicit, 50–51, 83, 102, 111, 136–137,

154
multipli valori ai capitalului propriu, 44–45, 47, 90. *A se vedea, de asemenea,* raportul preț-câștig (P/E)
titluri legate de acțiuni. *Vezi* titluri convertibile
Comisia Europeană, 279
EV/EBIT. *Vedeți* valoarea întreprinderii la EBIT
EV/EBITDA. *Vedeți* valoarea întreprinderii la EBITDA
EV/vânzări. *Vezi* oferta de schimb între valoarea vânzărilor, 78–79, 82, 185, 280
exercitabile, 27–28, 83, 101 preț de exercițiu, 27–30, 50, 57–58 multiplu de ieșire, 132–133, 137, 139, 17, 17, 17, 17, 17, 17 232–233, 235
subînțeles, 133, 152, 196
Metoda multiplă de ieșire (EMM), 111, 132–133, 135, 151–154
strategii de ieșire, 169, 176–177, 185, 232
anul de ieșire, 172, 196, 232–233, 235
cheltuieli, 34, 42, 111, 115, 119, 124, 193
finanțare, 213, 269
fără numerar, 34, 119, 203–204, 213, 222
tranzacție, 208–213, 226, 230

F

valoarea nominală, 31, 128, 191
Factiva, 24, 81
FactSet, 20, 23–24, 129
FactSet Mergerstat, 75
valoarea de piață justă, 212 opinie de corectitudine, 20, 78–79, 97, 251–252, 256, 276–279 screening pentru companii comparabile, 20, 53
screening pentru achiziții comparabile, 75
FASB. *A se vedea* Consiliul pentru standardele de contabilitate financiară
FCF. *Vedeți* fluxul de numerar gratuit
Rata fondurilor federale, 181
taxe federale, 42, 119
Comisia Federală pentru Comerț (FTC), 279
scrisoare de taxă, 165
obligații fiduciare, 254, 257, 278
rezilierea fiduciară, 275
pachet final de oferte, 195, 272–273, 276
scrisoare privind procedurile finale de licitație, 256, 272, 276
oferte finale, 256–257, 266, 270, 276–277
Consiliul pentru Standarde de Contabilitate Financiară (FASB), 31
acorduri financiare, 184. *A se vedea, de asemenea,* acorduri de întreținere
dificultăți financiare, 33, 37–38, 126, 175, 192
servicii de informare financiară, 13, 20–24, 42, 54, 130
profil financiar, 16, 18–19, 27, 48, 53, 69, 71, 92, 93, 114
sponsori financiari, 76, 95, 161–173, 175–178, 185, 187–188, 195–196, 199, 201, 205, 232–233, 235–236, 253, 258–260, 262–263, 265, 265, 207, 207, 265
statistici financiare, 11–13, 15, 18–19, 21, 23, 27, 36, 38, 44–45, 48–49, 53–55, 62, 72–73, 78, 80–81, 89–90, 92,–91, 92,–91
structura de finanțare, 161–166, 169, 172, 174, 178–180, 182–183, 187, 190, 192, 195–199, 201–206, 208–209, 213, 213, 213, 215, 215 237, 266–268, 281
analiza, 230–232
preambalat, 258, 265
valoarea fermă, 32
Prima chemare, 21, 24–25
primul drept de drept, 178, 182–185, 190–191
interes prioritar. *A se vedea* prima garanție
prima rundă, de licitație, 256, 259, 262–269, 272, 277
an fiscal, 22, 40–41, 44
Fitch Ratings, 19, 21, 24, 39 raport de acoperire a încărcăturii fixe, 183, 193–194
taxe fixe, 193
costuri fixe, 35, 118

raport de schimb fix, 85–88
pret fix. *Vezi* rata de schimb variabilă curs fix, 185, 187, 190–191 valoare fixă, 85, 88
rata de schimb flotantă, 85, 87–88 cursă variabilă, 181, 184–185, 187, 190, 215
teren de fotbal, 69, 108, 157, 236
Formularul 8-K, 15, 21–25, 40, 44, 55, 79–80, 82–83, 96, 101, 110, 114, 185
Formularul S-4, 44, 79, 81–83. *Vezi și* declarația de înregistrare
Formularul 10-K, 15, 21–25, 28, 30, 36, 40–42, 54–55, 59, 62, 79–80, 82–83, 97, 101–102, 104, 114, 121, 201
Formularul 10-Q. *Vezi* paginile pentru curba LIBOR forward Formular 10-K, 215–216 multipli forward, 64, 69 flux de numerar liber (FCF), 109–114, 131–133, 135, 139–142, 151, 153, 161, 173, 173, 173, 173, 161, 173, 173, 173, 161 221, 226, 230, 253 calculul, 115 proiecția, 115–124, 143–146 amicale (afacere), 76, 95
FTC. *Vezi* acțiunile în circulație ale Comisiei Federale pentru Comerț diluate complet, 27–31, 50, 57–58, 83, 85–86, 89, 101, 136, 207
fond (fond de capital), 162–164, 259

G

GAAP. *Vezi* principiile contabile general acceptate
partener general (GP), 163, 259 principii contabile general acceptate (GAAP), 25, 30, 34, 119
geografie, 16, 18, 21, 75
fondul comercial, 120, 212
fondul de comerț creat, 209, 211–212
deprecierea fondului comercial, 41, 120
GP. *Vezi* partener general
marja brută, 34, 35, 117–118, 142, 199
profit brut, 18–19, 21, 25, 27, 34
proiecția, 117–118, 142
capital de creștere, 170–171
profil de creștere, 16, 19, 27, 36, 114, 170, 253
rate de creștere, 13, 18, 19, 27, 36, 48, 64–65, 109, 111–112, 115 117, 137, 139–141, 157, 233
garanții, 181, 189–190, 194

H

Antitrust Hart-Scott-Rodino Improvements Act din 1976 (HSR Act), 278–279
fonduri speculative, 162–163, 166, 179, 184, 187
obligațiuni cu randament ridicat, 81, 165–166, 178–180, 183–188, 190–192, 194, 201, 222
date financiare istorice/performanță, 19, 21, 27, 36, 53–54, 59, 62, 64, 80, 98, 111, 115–122, 140–143, 145, 166, 169, 199, 5, 2, 5, 2, 2, 5 278
holding (HoldCo), 177, 179, 189–190
ostil (afacere), 76–77
Legea HSR. *A se vedea* Legea privind îmbunătățirile antitrust Hart-Scott-Rodino din 1976

eu

Ibbotson, 129, 131, 147
IBES (estimarea brokerilor instituționali System), 21, 24–25
metoda dacă este convertită, 28–31
în bani, 27–31, 57–58, 83, 101, 136

contul de profit și pierdere, 13, 23, 25, 32–35, 43–44, 55, 59–61, 64, 102–104, 119–120, 140
în analiza LBO, 199–201, 203–204, 213, 215, 218, 221–222, 224–225, 240 de acorduri de asumare, 185, 192, 194
despăgubiri, 273–276, 8, 11, 276, 194 189, 191, 193–164
industrie, 16, 167, 177, 254, 270, 278–279. *Vezi și* sector
fișă informativă, 82
scrisoare privind procedurile de licitație inițială, 256, 262–264, 272
ofertele inițiale, 253, 262, 267

oferta publică inițială (IPO), 11, 109, 161–162, 167, 170, 176–177
inițierea rapoartelor de acoperire, 20, 23, 117
insolvență, 33, 126
investitori instituționali, 183 creditori instituționali, 163, 165–166 împrumuturi instituționale la termen, 183, 190.
Vezi și împrumutul pe termen B
active necorporale, 119–120, 182, 212, 269
acoperirea dobânzii, 38, 193
cheltuieli cu dobânzile, în analiza LBO, 222–224
venituri din dobânzi, 224
rata internă de rentabilitate (IRR), 171–176, 233–236
analiza evaluării intrinseci, 11 valoare intrinsecă, 109
inventar, 41–42, 60, 118, 121, 123, 145, 180, 182, 188
bănci de investiții, 16, 20, 28, 75, 128–129, 162–166, 168, 181, 186, 195, 201, 251–252, 263, 265, 278
decizii de investiții, 11, 109, 166, 265
gradul investițional, 39
orizontul de investiții, 162, 170–173, 175–176, 199
prezentări pentru investitori, 15–16, 20–21, 110, 114
IPO. *Vedeți* oferta publică inițială
IRR. *Vezi* rata internă de rentabilitate
emitent, 15, 27, 30–32, 39, 44, 79, 82, 165, 178, 184–195

J
declarație comună de procură/înregistrare, 78–79
asociații în participațiune, 193
juniori (clasament), 179, 184–185, 188–189, 194

L
cu capac mare, 65, 69
ultimele douăsprezece luni (LTM), 13, 21, 27, 38–40, 44–45, 49–51, 54, 59, 61–64, 69, 73, 80, 89–94, 97, 104–106, 132, 1, 5, 1, 5, 1, 5 206, 209, 235–236, 267
stratificare, 194
LBO. *Vedeți* cumpărări cu efect de levier
Analiza LBO, 20, 51, 112, 161, 195–247, 253, 258, 267, 278. *Vezi și* Cuprins, pagina x
LC. *Vezi* scrisori de credit
arenda, 35, 193, 265
consilier juridic, 259, 261, 263, 265, 273, 277
acreditive (LC), 181, 209
niveluri de levier, 162, 177–179, 185, 187, 233, 235, 267
rate de levier, 27, 38, 181, 192–194
cumpărări cu efect de levier (LBO), 161–194.
Vezi și Cuprins, paginile ix–x
împrumut cu efect de levier, 171, 183, 185.
Vezi și datoria bancară
lered beta, 128, 130
prezis, 55, 148. *Vezi și* Barra
lered free cash flow, 111, 161, 175.
Vezi și numerar disponibil pentru datorii
rambursare
LexisNexis, 24, 81

pasive, pe termen lung, 201, 203, 215, 224, 226
LIBOR. *Vezi* London Interbank Tarif oferit
Etajul LIBOR, 216
comanditați (LP), 163, 172, 176, 259
lichiditate, 123–124, 181, 209
Rata interbancară oferită din Londra (LIBOR), 146, 216 rata de creștere pe termen lung, 36, 117 LP. *Vezi* partenerii comanditari LTM. *Vezi* ultimele douăsprezece luni

M
M&A. *Vedeți* fuziuni și achiziții

MAC/MAE. *Vezi* material advers
cheltuieli de întreținere
modificare/efect, 170 acorduri de
întreținere, 178, 183, 185, 192–194
furnizare integrală, 191 management
buyout (MBO), 168, 280 Management
Case, 116, 138, 199 management discuții și
analize
(MD&A), 22, 41, 55, 97, 104, 114,
120–121, 260–261 prezentarea
managementului, 53, 198, 256, 259, 262,
264–265, 270–271, 281
eșantion, 264
amortizare/rambursare obligatorie, 185,
199, 215–216, 218, 226
rata de impozitare marginală, 42, 55, 62,
115, 118–119, 125, 127, 130, 143,
147–148, 175–176, 224
marje, 13, 19, 27, 35, 45, 48, 109, 111–112,
115, 117–118, 137, 139, 142, 157,
170, 201, 233, 253
capitalizarea bursieră, 27, 131, 148.
A se vedea, de asemenea, condițiile de
piață a valorii capitalului propriu, 11, 18,
52–53, 71, 76, 93–95, 106, 172, 176–177,
184–187, 190, 213, 236, 253, 276
materiale de marketing, 165, 167, 252,
256–257, 259–261. *A se vedea, de
asemenea,* memorandum de informații
confidențiale (CIM) și teaser
prima de risc de piață, 128–129, 147–148
cotă de piață, 34, 48, 117, 169–170, 253
valoarea de piață, 38, 109, 125, 130, 147
modificare/efect negativ semnificativ
(MAC/MAE), 274, 276
maturitate, 166, 182–185, 188, 190,
191, 192, 199, 218, 222
MBO. *Vedeți* achiziția de către
management
MD&A. *Vezi* discuția de management
& analiză
comercianți bancar, 163
fuziune, 193–194, 274, 276. *A se vedea, de
asemenea,* fuziunea într-o etapă și
procesul de licitație în două etape
fuziunea egalilor, 77
proxy de fuziune (PREM14A/
DEFM14A), 20, 78, 82, 97
tranzacție de fuziuni și achiziții (M&A), 20,
23, 44, 71, 78, 80, 82, 279
datoria/finanțare mezanin, 27, 165,
178, 184, 186–189
cu capitalizare medie, 65, 69
convenție/reducere la jumătatea anului,
133–135, 151, 153
interes minoritar, 32. *A se vedea, de
asemenea,* interes minoritar
Serviciul pentru investitori Moody's, 19,
21, 24,
39, 55, 178
monetizare, 176–177, 232
MSCI Barra. *Vezi* Barra
multipli. *Vedeți* multipli de tranzacționare
și multipli de tranzacție

N

NAICS. *Vezi* Sistemul de clasificare a
industriei din America de Nord
NASDAQ, 55, 78
NC. *Vedeți* neapelabil
acorduri negative, 193–194 vânzare
negociată, 76, 251, 253, 281–282
avantaje și dezavantaje, 282 negocieri,
123, 196, 251–252, 254, 256, 262–263,
268, 273, 276–278, 282
datorie netă, 32, 36, 38, 50–51, 58, 62–63,
85, 89, 102, 136, 154, 207, 233
venit net, 13, 18, 21, 25, 27, 30, 32, 34–36,
42–45, 50, 89–90, 93, 104, 194, 199,
203–204, 213, 215, 222, 215, 222
marja de venit net, 27, 35, 45
cheltuială netă cu dobânda, 224
profit net din exploatare după impozitare
(NOPAT) 19, 36, 119. *Vezi și* EBIAT
valoarea actuală netă (VAN), 171–172.
Vezi și valoarea actuală
decontare netă a acțiunilor (NSS), 28,
31–32
capital de lucru net (NWC), 109,
118
proiecția lui, 121–124, 143–145
Bursa de Valori din New York, 78

neapelabil, 191
interes fără control, 32, 38, 89, 136
non-investment grade, 39, 178, 183–184. *Vezi și* obligațiuni cu randament ridicat
elemente nerecurente, 13, 22–23, 27, 36, 55, 98
ajustare pentru, 41–43, 51, 60–61, 80, 89, 102–104, 115, 199, 205
nesolicitare, 262
NOPAT. *Vezi* profitul net din exploatare după impozitare
bază/nivel normalizat, 41–42, 53, 89, 111, 115, 117, 132, 199, 260
Sistemul de clasificare a industriei din America de Nord (NAICS), 20–21, 53, 75
note la situații financiare, 42, 55, 97, 119
VPN. *A se vedea* valoarea actuală netă
NSS. *Vezi* decontarea netă a acțiunilor
NWC. *Vezi* capitalul de lucru net

O

preț de ofertă pe acțiune, 82, 85–91, 96–97, 101, 207
preț de ofertă pe acțiune la EPS LTM, 90, 93, 104–105
Oferta de cumpărare, 78
valoarea ofertei, 82, 277. *Vezi și* prețul de cumpărare a capitalului propriu
memorandum de ofertă, 167
OneSource, 23
fuziune într-un singur pas, 78, 279–280
companie de operare (OpCo), 177, 189–190
venit/profit din exploatare, 34, 118 scenarii de exploatare, 118, 195, 198–199, 230, 237
opțiuni. *Vedeți* creșterea organică a opțiunilor de acțiuni, 19, 169, 173, 176–177
etapa de organizare și pregătire, de licitație, 256–262
în afara banilor, 30, 58, 83 valori aberante, 13, 24, 48–49, 65, 73, 92

P

valoarea nominală, 31, 127, 146, 191, 194
societate-mamă, 79, 168
pari passu , 183, 189, 194 dobândă de plată în natură (PIK), 185–187, 222
firme de PE. *Vezi* firme de capital privat
Raportul P/E. *Vezi* raportul preț-câștig
contracte de pensii, 265 fonduri de pensii, 163, 166 factori de performanță, 110, 112, 114–115, 140
comparabile periferice, 13, 49 dezvăluiri permise, 262 metoda de creștere pe perpetuitate (PGM), 111, 132–133, 135, 151–152

rata de creștere pe perpetuitate, 112, 132–133, 137, 151–152
subînțeles, 133, 151, 157
PGM. *Vezi* metoda de creștere perpetuă
PIK. *A se vedea* plata în natură dobânzi
PP&E. *Vedeți* imobilizări corporale
PRE14A. *Vezi* analiza tranzacțiilor precedente din declarația de procură, 20, 51, 71–109, 112, 138, 157, 207, 236, 253, 258, 278, 281. *A se vedea și* Cuprins, pagina viii
avantaje și dezavantaje cheie, 94
angajamente înainte de închidere, 273–274
licitație preventivă, 281
acțiuni preferate, 32, 38, 89, 136, 178–179, 193
PREM14A. *A se vedea* prima de proxy pentru fuziune plătită, 71, 73, 77, 81, 89–91, 94–95, 97–98, 105, 108, 253 cheltuieli plătite în avans, 121, 123–124, 145 plăți anticipate, 184, 184, 1919, valoare actuală, 193–191, 111–112, 124, 131, 134, 139, 153, 253
fragmente de comunicate de presă
tranzacție totală în numerar, 85, 97
sinergii anunțate, 92
tranzacții în numerar și acțiuni, 88 rata de schimb variabilă, 87 raport de schimb fix, 86
comunicate de presă, 13, 15, 21–22, 24–25, 40, 44, 55, 57, 62, 80–81, 83, 91, 96, 101
raport preț-câștig (P/E), 11, 44–45, 49–51, 64, 90, 105

fonduri prime, 166
rata primă, 181
ciot anterior, 40
statut prioritar, 182, 189
achizitori privați, 79, 81
firme de capital privat (PE), 163 companii private, 15 plasamente private. *A se vedea* regula 144A ținte private, 20, 77–78, 80–81, 251, 272
pro forma
analiza de acumulare/(diluare), 267
bilanț, 44, 201, 203–204, 209, 212, 215, 224–226
situația fluxurilor de numerar, 215–216, 226–229
conformitate, 194
contul de profit și pierdere, 215, 222–224
date financiare, 23, 30, 44, 78–80, 198–199, 204, 230, 253, 279, 281
produse (și servicii), 16–18, 33–34, 53, 114, 122–123, 169, 253
rentabilitate, 13, 16, 19, 27, 34–35, 46, 48, 62, 65, 114, 116, 170, 176–177
perioada de proiecție, 109, 111, 115–122, 124, 126, 131–135, 139–143, 145, 175, 195, 199, 203, 205–206, 209, 213, 212, 212, 212, 212 224, 226, 228, 230, 232–233
imobilizări corporale (PP&E), 119–120, 170, 182, 188, 203–206, 212
pro-rata
datoria bancara, 183
rambursare, 221
potențiali cumpărători, 16, 77, 164, 169, 196, 198, 251–252, 254, 256–263, 265–267, 270–273, 276–277, 281
prospect (424B), 30, 44. *Vezi și* declarația de înregistrare
declarație de proxy, 20, 23, 25, 28, 53, 78–82, 97, 101, 279
achizitori publici, 72, 78–80, 91, 95, 279
ținte publice, 77–79, 82, 89–90, 96, 198, 251, 262, 278
companii cotate la bursă, 15, 21, 109, 114, 116, 130, 136, 154, 169
contravaloarea achiziției, 76–81, 85–88, 98, 100, 186, 272
preț de achiziție, 20, 44, 71–72, 76–79, 81, 89, 91–92, 97, 161–162, 164, 172–173, 175, 177–179, 181, 185, 181, 185, 187, 2, 187, 187, 2, 1 235–237, 251, 263, 267–268, 272, 277, 281
ipoteze, 206–207
contract de cumpărare/vânzare, 23, 78, 255. *Vezi și* acordul definitiv

Q

cumpărători instituționali calificați (QIB), 79, 185
raport trimestrial. *Vezi* Formularul 10-Q

R

clasament
structura capitalului, 178, 180, 184, 186
față de semeni, 13, 48
agenții de rating, 19, 21, 25, 39, 55. *Consultați și* Fitch Ratings, Moody's și S&P
Testul raportului, 194
răscumpărări, 191, 193
refinanțat, 44, 85, 191, 199, 209, 213
refinanțare, 88, 162, 177, 221
declarație de înregistrare, 44, 78–80, 82–83, 185
Regulamentul FD (dezvăluire corectă) 15, 23, 259
aprobări de reglementare, 255, 272, 274–275, 278–279
riscul de reinvestire, 191
contul de venit raportat, 42–43, 59–60, 102–103
perioada de raportare, 22, 43–44, 114
reprezentări și garanții, 181, 273–276
plăți restricționate, 177, 193–194 cheltuieli de restructurare, 41–43, 60–61 restructurari, 11, 71, 109, 171, 195 rentabilitatea activelor (ROA), 19, 27, 37, 62
randamentul capitalului propriu (ROE), 19, 27, 36–37, 62

rentabilitatea capitalului investit (ROIC),

19, 27, 36, 62
rentabilitatea investiției (ROI), 19, 27, 36–37, 62–63
venituri, 17, 116. *Vezi și* vânzări
disponibilitate revolver, 181, 280
facilitati de credit revolving (revolver), 127, 165, 180–184, 190, 192, 201, 209, 213, 215–216, 218, 221–222
rata fără risc, 127–129, 147–148
ROA. *Vezi* rentabilitatea activelor
roadshow, 166–167
ICRE. *A se vedea* randamentul capitalului propriu
ROI. *Vezi* rentabilitatea investiției
ROIC. *Vezi* rentabilitatea capitalului investit
capitaluri proprii, 178–179, 187
roll-up, 164, 169
Regula 144A, 79, 185
Regula 424, 44

S

procesul de vânzare, 16, 23, 53, 77–78, 89, 116, 164, 198, 201, 235, 251–282. *Vezi și* Cuprins, pagina xi
vânzări, 18, 25, 33–34
  proiecția lui, 116–117, 140–142
Sarbanes-Oxley Act din 2002 (SOX), 168
scară, 18, 34, 115, 169–170, 176
Anexa 13E-3, 79, 82
Programul 14A. *Vedeți* declarația de proxy
Programul 14D-9, 78, 82
Program TO, 78–79, 82–83
screening
  pentru companii comparabile, 20–21, 53–54
  pentru achiziții comparabile, 75–77, 95
SEC. *A se vedea* Securities and Exchange Commission
Dosare SEC, 13, 15–16, 21–24, 34, 36, 44, 54–55, 57, 79, 81–82, 89, 96, 110, 114, 140, 198, 278
a doua garanție, 178, 182, 185, 189, 191
împrumuturi pe termen al doilea garanție, 184
interes de prioritate a doua. *Vezi* a doua garanție
runda a doua, de licitație, 256, 262–267, 270–276
sector, 11, 15–23, 27–28, 34, 47, 49, 52–53, 69, 72, 75, 92–93, 95, 105–106, 109–111, 114–117, 121–12, 121–12, 12, 12, 12, 12, 12 164, 166, 169, 177, 198, 201, 253, 259–260, 263, 267, 270
acoperire sectorială, 195, 198
multipli specifici sectorului, 44, 46–47
Actul privind valorile mobiliare din 1933, 79, 167, 181, 185
Securities and Exchange Commission (SEC), 13
Actul privind schimbul de valori mobiliare din 1934, 13, 167, 181
securitate, 162, 182, 188, 214
de vânzare, general și administrativ (SG&A), 34–35, 119
  proiecția, 117–118, 142
consiliere de vânzare, 116, 162, 164, 196, 198, 236, 251–252, 255–259, 261–268, 270, 272, 276–278, 281–282
senior (clasament), 50, 187–189, 194
senior asigurat, 38, 180, 185, 189–190, 193, 209, 213, 230. *A se vedea, de asemenea,* primul drept și al doilea drept
subordonat senior, 178, 185, 189–190, 194, 221–222
senior negarantat, 178, 185, 189–190
vechime, 162, 188–190, 215
analiza de sensibilitate
  Analiza DCF, 109, 112, 132, 137–138, 149–150, 156–157
  Analiza LBO, 196, 233–236
SG&A. *Vezi* vânzare, general și administrativ
prețul acțiunilor, 24–25, 27–31, 37, 44–45, 50, 55, 58, 62, 64, 82, 85–87, 90–91, 105–106, 111
  analiza de acumulare/(diluare), 267
  subînțeles, 50, 136–137, 154
prețul acțiunilor (*Continuare*) evaluare comparativă a performanței, 278 risc

sistematic, 127 neafectat, 89–91, 98, 105
aprobarea acționarilor, 255, 275, 278–280
votul acționarilor, 78, 82 capitaluri proprii, 19, 25, 32, 36, 62–63, 206, 211–213, 215, 224, 226, 230
model scurt LBO, 203
SIC. *Vezi* Standard Industrial Mărimea sistemului de clasificare, a companiei, 13, 15–16, 18, 21, 27, 45–46, 48–49, 65, 79, 95, 126, 131, 169, 176, 253, 258, 270, 278,
date financiare cheie, 33–39
evaluare de piață, 27–33
mărime premium (SP), 131, 148 small cap, 65, 69
sursele și utilizările fondurilor, 203, 206, 208–210, 212, 214, 218, 222, 237
fonduri suverane de avere, 163
SOX. *Vezi* Legea Sarbanes-Oxley din 2002
SP. *Vezi* marimea premium
S&P. *Vezi* Standard & Poor's
S&P 500, 129
SPAC-uri. *Vezi* scop special societăți de achiziție dividende speciale, 274 societăți de achiziție cu destinație specială (SPAC), 163
Sponsor Case/Model, 201 sponsori. *Vezi* răspândirea sponsorilor financiari, 12
companii comparabile, 13, 23, 25–47, 55–64
tranzacții precedente, 72–73, 78, 81–92, 98–105
legământ financiar de primăvară, 182–183
independent, 91, 198, 267–268, 281
Standard & Poor's (S&P), 19, 21, 24, 39, 55, 178
Standard & Poor's Leveraged Comentariu și grup de date, 179
Clasificare industrială standard (SIC), 20–21, 53, 75
acord de suspendare, 262
finanţare capsată, 164, 256, 258, 262, 265–267
legea statului, 78, 279
stare de echilibru, 111, 115–116, 118, 120, 131
tranzacție stoc pentru stoc, 85–88, 274
opțiuni pe acțiuni, 22, 25, 27–31, 50, 54, 57–58, 80, 83, 101, 136, 274
pretul actiunilor. *Vezi* prețul acțiunilor
tranzacție de vânzare de acțiuni, 212, 274, 276
amortizare liniară, 119
alternative strategice, 90, 98, 105, 251
cumpărători strategici, 71, 76–77, 91, 95, 177, 196, 235–236, 251–252, 258–260, 262–263, 267–268, 270, 272, 281–282
potrivire strategică, 254, 258, 281
preț de exercițiu. *Vezi* prețul de exercițiu
protecții structurale, 87
subordonarea structurală, 189–190
Perioada țintă, 141
prevederi de subordonare, 189 criza creditelor subprime, 109, 161, 179, 216
subsectorul, 13, 15–17, 49
suma părților, 124
super-prioritate, 192
furnizori, 17, 34, 110, 114, 124, 140, 170, 254, 258, 260, 265, 272, 282
sindicat, 165, 183, 192
sinergii, 71, 73, 76–77, 80–81, 87, 89, 91–92, 98, 177, 236, 253, 258–259, 268, 270, 281
risc sistematic, 127, 129

T

active corporale, 120, 182, 212, 269
valoare tangibilă, 91, 167
managementul țintei, 163, 166–167, 171, 187, 252, 257, 260, 262, 270
licitație vizată, 251–252, 254, 257, 265
avantaje și dezavantaje, 254
deductibilitate fiscală, 126–127, 161, 174, 212
cheltuiala cu impozitul, 34, 42
proiecția, 119, 143
regim fiscal, 11, 34

eveniment impozabil, 85
Bonuri de stat, 128
Legături T, 128
teaser, 259–262
eșantion, 260
prima de licitație, 191
oferta de licitație, 78–79, 81–82, 279–280
tenor. *Vezi* maturitate
termen. *Vezi* maturitate
împrumut pe termen A, 183, 221
împrumut la termen B, 183–184, 209–210, 221
facilităţi de împrumut pe termen, 183–184
valoarea terminală, 109–112, 114, 117, 124, 131–135, 138–139, 151–153, 157, 253
anul terminal, 111, 117, 131–133, 151
taxa de reziliere. *Vezi* taxa de despartire
prevederi de reziliere, 273, 275
termeni, de finanțare LBO, 167, 188–194
al treilea drept, 185, 187
Thomson Reuters, 20–21, 23–24, 81, 129
Thomson Reuters SDC Platinum, 75, 180
nivelare, 13, 18, 49, 131
valoarea în timp a banilor, 134, 172, 233
Note T, 128
comuta celule/funcție, 116, 198, 201, 207, 237
cheltuiala totală cu dobânzile, 222, 224
tranzacționare comps. *Vezi* analiza companiilor comparabile
lichiditate de tranzacționare, 18, 184
multipli de tranzacționare, 11–13, 19, 23, 25, 27, 40, 44, 48–49, 55, 62, 64–65, 253
valoarea terminală, 132–133, 135, 151
multipli finale, 64
după douăsprezece luni (TTM). *Vedea* ultimele douăsprezece luni
tranzacții comps. *Vezi* analiza tranzacțiilor precedente
multipli de tranzacție, 71–73, 78, 80–81, 89, 91–92, 94, 98, 104–105
Motivul tranzacției, 80, 96
structura tranzacției, 206, 230, 251, 273–274
valoarea tranzacției, 88–89
metoda stocului de trezorerie (TSM), 28–29,
31, 50, 57, 82, 101
eveniment declanșator, 22
TSM. *Vezi* metoda stocului de trezorerie
licitație în două etape, 280

U

asiguratori, 162, 165, 167, 201, 213, 230
finanţare subscrisă, 165
netrasă, 181, 209, 218
beta fără levier, 130, 147–148
flux de numerar liber fără efect de levier, 133, 161
negarantat, 185, 188
creanțe negarantate, 184
creditori chirografari, 182, 188
împrumut pe termen negarantat, 186
risc nesistematic, 128
durata de viață utilă, 119–120
utilizări ale fondurilor. *Vedeți* sursele și utilizările fondurilor

V

evaluare
companii comparabile, determinarea în, 13–15, 49–51, 69
Analiza DCF, determinarea în, 111–112, 135–138, 153–157

evaluare (*continuare*)
Analiza LBO, determinarea în, 235–236
tranzacții precedente, determinarea în, 73, 93, 106–108
analiza de evaluare, in proces de vanzare, 256–257, 260, 263, 278
etaj de evaluare, 267
paradigma de evaluare, 253
maximizarea valorii, 77, 251, 254
costuri variabile, 35, 118
fonduri de capital de risc, 163
perioada de valabilitate, 27

W

WACC. *A se vedea* costul mediu ponderat al capitalului
Wall Street, 11, 34, 129, 141
mandate, 22, 25, 27–29, 54, 57–58, 80, 83, 101, 136, 187
costul mediu ponderat al datoriei, 127
costul mediu ponderat al capitalului (WACC), 109–111, 114, 124–135, 137–139, 146, 149–151, 153, 157
medie ponderată acțiuni diluate în circulație, 43
exercițiu mediu ponderat (lovitură) preț, 28, 50, 57–58, 83, 101
capital de lucru. *Vezi* capitalul de lucru net (NWC)
depreciere, 41–43
scris, 212

Y

reducere de sfârșit de an, 133, 135, 152–153
de la an la an (anual)
  conturi de bilanț, modificări în, 204
  rate de creștere, 141
  NWC, modificări în, 122, 145, 204
an până la zi (YTD), 22, 40, 54, 102
yield-to-call (YTC), 127
randament la cel mai rău apel (YTW), 127

Lauda pentru

Investiții bancare

" *Investment Banking* oferă un ghid extrem de practic și relevant pentru analiza evaluării în nucleul investițiilor bancare, private equity și finanțare corporativă. Stăpânirea acestor abilități esențiale este fundamentală pentru orice rol în finanțarea legată de tranzacții. Această carte va deveni un element fix în raftul oricărui profesionist în finanțe."

**—Thomas H. Lee, președinte, Lee Equity Partners, LLC
Fondator, Thomas H. Lee Capital Management, LLC**

„Această carte va deveni cu siguranță un ghid indispensabil pentru arta cumpărării și a evaluării fuziunilor și achizițiilor, atât pentru practicienii cu experiență în investiții, cât și pentru cei neprofesioniști care doresc să învețe misterele evaluării."

—David M. Rubenstein, co-fondator și director general, The Carlyle Group

"În calitate de practicant al sutelor de tranzacții de M&A și LBO în ultimii douăzeci de ani, recomand această carte consilierilor, finanțatorilor, practicienilor și oricărei persoane serios interesate de tranzacțiile de investiții. Rosenbaum și Pearl au creat un ghid cuprinzător și atent scris care acoperă abilitățile de bază ale profesioniștilor de succes în investiții, cu accent deosebit pe analiza evaluării."

—Josh Harris, partener director, Apollo Management, LP

"Evaluarea este cheia oricărei tranzacții. *Investment Banking* oferă proceduri specifice de evaluare pas cu pas pentru tranzacțiile LBO și M&A, cu o mulțime de diagrame și exemple numerice."

**—Roger G. Ibbotson, profesor în practica de finanțe, președinte și director
CIO al Școlii de Management Yale, Zebra Capital Management, LLC
Fondator și consilier, Ibbotson Associates, o companie Morningstar**

"Serviciul bancar de investiții necesită un set de abilități care combină atât arta, cât și știința. În timp ce numeroase manuale oferă studenților principiile de bază ale economiei financiare, considerațiile instituționale bogate care sunt esențiale pe Wall Street nu sunt bine documentate. Această carte reprezintă un pas important în completarea acestui gol."

—Josh Lerner, Jacob H. Schiff Profesor de Investment Banking, Harvard Business School Coautor, *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*

"Rosenbaum și Pearl au scris ghidul suprem pentru evaluare. Este cartea pe care fiecare student în afaceri ar trebui să o studieze și fiecare bancher de investiții ar trebui să o folosească."

—Steven M. Davidoff, profesor asociat, Facultatea de Drept de la Universitatea din Connecticut
Profesorul The Deal, *The New York Times*

[27] În scopul modelării/introducerii datelor, intrările manuale sunt de obicei formatate cu font albastru, în timp ce celulele formulei (calculele) sunt cu font negru (versiunile electronice ale modelelor noastre sunt disponibile pe site-ul nostru web, www.wiley.com/go/investmentbanking). În această carte, folosim umbrirea mai întunecată pentru a indica celulele de intrare manuală.

[22] Funcția Bloomberg: „ICUR20" < GO > .

[23] Deși în prezent nu există obligațiuni de trezorerie pe 20 de ani emise de către Trezoreria SUA, atâta timp cât există obligațiuni tranzacționate cu cel puțin 20 de ani până la scadență, va exista un proxy pentru randamentul obligațiunilor de trezorerie pe 20 de ani.

[29] Beta medie fără efect de levier poate fi calculată pe o bază ponderată a capitalizării pieței.

[17] De exemplu, programele roadshow-urilor includ adesea opriri în Philadelphia, Baltimore, Minneapo lis, Milwaukee, Chicago și Houston, precum și în diferite orașe din New Jersey și Connecticut, în conformitate cu locurile în care subscriitorii cred că va exista interesul investitorilor.

[18] roadshow-uri europene includ opriri principale în Londra, Paris și Frankfurt, precum și opriri secundare de obicei în Milano, Edinburgh, Zurich și Amsterdam.



